工·商·管·理·精·要

兼并与收购

THE ESSENCE OF MERGERS AND ACQUISITIONS

◎ P·S·萨德沙纳姆/著

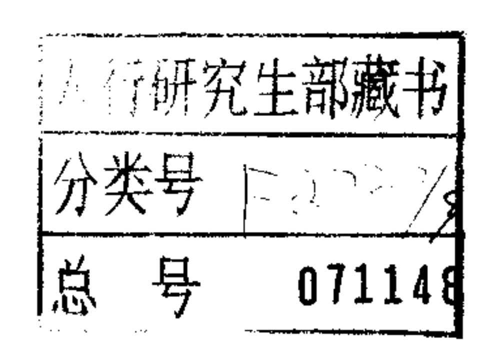


中 信 出 版 社　西蒙与舒斯特国际出版公司

工商管理精要

兼并与收购

P·S·萨德沙纳姆　著
胡海峰　舒
洪　玫




中信出版社
西蒙与舒斯特国际出版公司

图书在版编目(CIP)数据

兼并与收购/萨德沙纳姆(Sudarsanam, P.S.)著；胡海峰译 .- 北京：中信出版社，1998.2

(工商管理精要)

书名原文：Mergers and Acquisitions

ISBN 7-80073-177-4

Ⅰ.兼… Ⅱ.①萨… ②胡… Ⅲ.①企业兼并 ②企业-收购 Ⅳ.F273.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 24593 号

工商管理精要

兼并与收购

著　者	P·S·萨德沙纳姆	开本	850×1168mm　1/32
译　者	胡海峰　舒志军	印张	12
审　校	洪　玫	字数	258 千字
出版者	中信出版社 西蒙与舒斯特国际出版公司	版次	1998年2月第1版
		印次	1998年2月第1次印刷
承印者	北京印刷一厂	书号	ISBN 7-80073-177-4 F·129
发行者	中信出版社　(北京朝阳区新源南路6号京城大厦 邮编 100004)	批号	京权图字 01-97-0837
		印数	00001-10000
经销者	新华书店北京发行所	定价	27.00 元

中文版前言

搞好企业，人才是关键。培养大批高素质经营管理人才，是把建设有中国特色社会主义事业推向21世纪的必要条件。为此，中共中央组织部和国家经贸委联合发出了《"九五"期间全国企业管理人员培训纲要》。《纲要》提出："九五"期间对企业管理人员普遍进行一次工商管理培训，国有企业，特别是大中型企业领导人员及其后备人员，"九五"期间都应参加不少于三个月的工商管理培训。据此，中信出版社为满足社会的需要，和西蒙与舒斯特国际出版公司联合推出了《工商管理精要》系列丛书。

本丛书原版是九十年代以来在西方出版发行的新作，简明系统地介绍了工商管理的各个方面。他山之后，可以攻玉。出版本丛书是为了介绍市场经济条件下的现代企业管理知识，为创建新型企业和现代管理体制提供经验，为改进和提高现有企业的经营管理水平提供借鉴，为我国正在成长的新型企业家和专业管理人员提供新知识。

现代工商管理体系庞杂，涵盖广泛。无论关于企业经营管理活动的研究，诸如战略、计划、组织、领导、生产、营销，还是涉及人员、资金、财务、信息的管理，都属于管理学的范畴。本丛书选择了管理学的主要领域和我国读者感兴趣的课题，分两批出版，第一批十种是：《财务会计》、《财务管理》、

《管理会计》、《人员管理》、《战略管理》、《竞争战略》、《国际商务》、《经营管理》、《组织行为学》和《信息系统》；第二批十种是：《宏观经济》、《经营经济学》、《国际货币》、《市场营销》、《服务营销》、《营销调研》、《兼并与收购》、《小型企业》、《人力资源管理》和《有效沟通》。本丛书主要特点有三：一是针对性，为适合我国读者的实际需要，经专家遴选推出，益于培训辅导使用。二是实用性，丛书介绍了战略、商务、人事、财会、营销、并购诸方面的实用知识。三是简约性，丛书每册十余万字，深入浅出、言简意赅，并配有适当的图表与实例，易于读者学习掌握。

本丛书第一批推出后受到广大读者的首肯和好评，为回报社会各界的厚爱，我们又精心出版了第二批，以飨广大读者。本丛书的出版得到了中国国际信托投资公司领导和同仁的热情支持，得到了各位译者、审校者的鼎力帮助，借此一并谢忱。我们企盼本丛书对我国企业的管理者、专业人员、大专院校师生和对此关心的广大读者有所裨益。

中信出版社

一九九八年二月

前　言

公司通过兼并 （merger）和收购（acquisiton）达到一定的财务目标。收购和兼并通常使两个相互独立的具有不同公司特性、文化和价值体系的组织包容在一起。所以，成功的收购兼并取决于不同组织之间如何进行有效的整合。在公司兼并中有许多称之为赌金保管者的人对兼并的成功非常感兴趣。股东和管理者是两个最重要的赌金保管者，但其他人诸如雇员、消费者、地方团体和经济中介则逍遥自在。由于兼并能够造成反竞争的影响，因而在许多国家兼并会引起强烈的反托拉斯调查。

收购要约的实际行为在一些国家是受到司法当局或非司法当局高度监管的。这种监管在敌意收购要约案例中特别重要。在英国，敌意收购要约是一种几乎经常看到的收购现象。

随着全球经济一体化和贸易、投资壁垒的消除，兼并已经成为一种国际化行为。由于竞争已经在全球范围内展开，所以公司为了维持其竞争优势，不仅要面对国内市场的竞争，而且还要面对国际市场的竞争。这种趋势不仅导致高水平的跨国兼并活动，而且还引发诸如为达到同样战略目的的战略联盟等组织的创新。兼并收购活动已从国内兼并的舒适家园进入到充满冒险的国外兼并市场。

有一种颇为流行的观点，认为公司对其他公司实施兼并收购不能为其股东创造价值。在某些情况下，追逐一个敌意收购所形成的狂热气氛、无情势头和激动场面会促使管理者愚蠢地支付了超过他们所应支付的收购溢价。在另一些情况下，收购失败的原因来自管理者和收购博弈的其他参与者对兼并收购程序的相互分歧的认识。

本书是作者最近几年在伦敦城市大学商业学院为MBA选修课讲授兼并、收购和分拆的基础上形成的。本书旨在对兼并收购的组织、法律、监管和财务领域提供一个统一的观点。本书为兼并建议的战略之估价和财务领域的估价提供了框架。本书还描述了兼并发生的监管和股票市场环境。本书考察了收购失败的经验证据和失败的原因。

公司分拆形式的重组是一种失败的结果。我们描述了分拆的不同类型和效果。本书讨论了跨国兼并、跨国兼并的合理化及其最近的趋势和障碍。提供了一些对跨国兼并成功性调查的经验证据。本书结尾对战略联盟做了介绍，战略联盟作为收购兼并的一种选择特别是在国际商务中变得愈来愈重要。

就兼并收购的法律、监管和会计领域而言，本书主要针对的是英国的情况，但也对其它国家的司法框架做了比较。对兼并其它领域的处理也具有着比较广泛的相关性。对跨国兼并和战略联盟的讨论强调了这种相关性。

本书的风格在很大程度是非技术性的，重点是兼并收购的实务领域。这种实务导向着重体现在最近几年已完成的兼并收购的大量说明性的实例中。有关兼并收购的数量领域诸如估值等，本书用已完成的例子来解释。

在保持了基本原则精神的前提下，本书对兼并收购的一些感兴趣的话题提供了一个简单和综合的介绍。本书适用于财务、商务策略、公司战略和产业经济学等课程。

一、导 论

兼并（merger）和收购（acquistion）是公司扩张和发展的一条途径。兼并收购不仅是公司增长的手段，而且还是内含或者组织资本增长的选择对象。有时，许多公司十分偏好通过收购的外延增长手段来达到内涵增长的目的。的确，兼并收购从收购活动的狂热期到稳定期呈现出下面的一种“波浪”态势。我们观察到 1968、1972、1989 年在英国出现了几次收购浪潮。同样的态势在其它国家也出现过，在美国更为显著。为什么公司在一定时期热衷于收购，而在其它时间偏爱内涵增长？这是一个还没有完全解释通的现象。

单词“merger”、“acquistion”、“takeover”等都是兼并收购用语的一部分。通过兼并，公司达到合并，共享达到普通目标的资源。合并企业的股东通常是合并体的联合所有者。一项收购为避免更多的近亲交易，通常是一家企业购买另一家企业的资产或股票，同时被收购企业的股东不再是其企业的所有者。通过兼并一个新的企业实体将形成，在这一过程中被兼并企业变成了兼并者的附属企业。

接管（takeover）也类似于收购，它暗示着收购公司比被收购公司更强大。当被收购企业比收购公司还强大的时候，这种收购被称之为“反向收购”（reverse takeover）。尽管“兼并”和“收购”两词经常被替换着使用，但是在某些上下文中，它

们有明确的含义，例如，当收购公司选择两个企业合并会计报表的会计准则时。虽然在特定的场合两者的区别是重要的，但在一般情况下，我们还是替换使用两词。

1. 英国收购活动的历史态势

表1－1提供了英国从1964年至1992年收购兼并的数量和金额。以金额和收购的平均规模来衡量，1968年、1972年、1989年存在着明显的收购活动高潮。扣除通货膨胀因素，这三年的峰值是非常明显的。图1－1显示了1968年、1972年和1989年三年峰值以1990年价格计算出的收购总值。

最近的收购高潮发生在1984至1989年。在此期间，收购的平均规模从964万英镑增加到2 038万英镑。尽管收购平均增长额是实实在在的，但在早期它剔除了一些不考虑的中间价。80年代后期同早期高收购活动在数量上呈现出明显的不同。

造成80年代收购数量巨大的原因是多方面的。英国的股票市场同其他国家是同步的，都经历了一个从大的牛市到1987年10月顶峰后的大震荡。对待兼并和收购有更宽松、更自由放任的政府态度体现在撒切尔主义的新视野中。许多兼并狂人在收购融资领域一展才华，创新出杠杆收购（leveraged buyout）等形式。

80年代也经历了大规模的分拆活动。分拆是收购活动中突出的一个侧面，它是公司把分部或者附属企业卖给其他公司，或者以管理层收购（MBO）的形式卖给这些分拆企业的

管理者。正如表 1－2 所示，1985 年以后公司附属企业之间的收购支付金额呈戏剧般地增长。1992 年，分拆占所有兼并和收购的 31%，占 1986－1992 年的 25%。

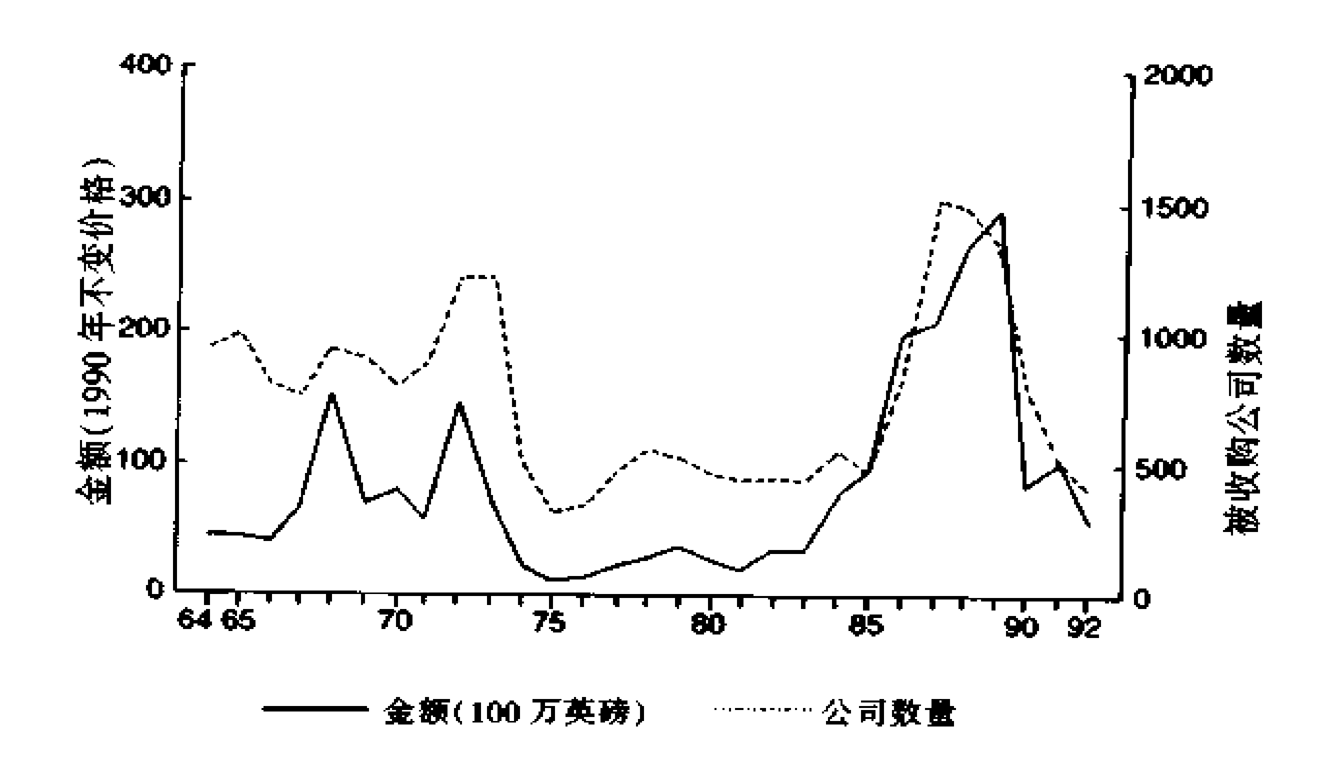


图 1—1　英国兼并收购的历史态势：1964～1992 年被收购企业的数量与金额

表 1－1　1964～1992 年英国的收购与兼并

年度	收购数量	收购名义价值（100 万英镑）	平均收购金额（100 万英镑）	金额（1990 年不变价）
1964	940	505	0.54	45.01
1965	1 000	517	0.52	44.19
1966	807	500	0.62	41.12
1967	763	822	1.08	65.67
1968	946	1 946	2.06	150.97

续表

年度	收购数量	收购名义价值（100万英镑）	平均收购金额（100万英镑）	金额（1990年不变价）
1969	906	935	1.03	70.04
1970	793	1122	1.41	77.97
1971	884	911	1.03	56.97
1972	1 210	2 532	2.09	143.78
1973	1 205	1 304	1.08	68.63
1974	504	508	1.01	22.91
1975	315	291	0.92	10.29
1976	353	448	1.27	13.82
1977	481	824	1.71	22.66
1978	567	1 140	2.01	27.90
1979	534	1 656	3.10	35.96
1980	469	1 475	3.14	27.01
1981	452	1 144	2.53	19.03
1982	463	2 206	4.76	34.29
1983	447	2 343	5.24	34.48
1984	568	5 474	9.64	76.47
1985	474	7 090	14.96	93.92
1986	842	15 370	18.25	198.63
1987	1 528	16 539	10.28	203.56
1988	1 499	22 839	15.24	265.65
1989	1 337	27 250	20.38	293.77
1990	779	8 329	10.69	83.28
1991	506	10 434	20.62	98.66
1992	433	5 939	13.72	53.70

注：1969年以前的数据仅包括被引用的公司。1969年以后的数据包括所有的工业和商业公司。GDP平减价格适用于以1990年计算的收购金额。

资料来源："英国的收购和兼并"。《中央统计局简报》，伦敦，1993年5月及GDP平减价格数据库。

最近几年，在英国经济中收购和分拆的同时增长还含有一定数量的公司重建成分。通过新的组织创新诸如管理层收购、管理层购入和金融创新，诸如高杠杆收购、中间层融资等，公司的重建才得以可能。

分拆存在几种动因。80 年代的主线是分拆和坚持核心企业。在此观点下，分拆者摆脱非中心业务，以便集中资源进行高价值的活动。有些分拆的产生是由于需要避免公司财务的亏损或者流动性。我们下面将要讨论这些可能动机以及各种各样的分拆形式对分拆者和分拆资产的收购公司行为的影响。

2. 兼并和收购的目的

不言而喻，一项收购最直接的目的是收购公司的资产、销售和市场份额的扩大。然而，这仅仅代表一种最直接的目的。更根本的目的也许在于通过瞄准能为收购公司增加或创造持续竞争优势的收购增加股东的财富。现代金融理论认为，管理者投资和融资决策的理性标准通常被假定为股东财富的最大化。

然而，管理者在决策时追求自身利益的动机也许会取代股东财富最大化。根据边际效用理论，收购往往是不同企业规模的管理者追求自我价值实现，追逐权力、建立帝国、特权的欲望所驱使。

表 1－2　1972～1992 年英国的收购、兼并与分拆

年度	收购总量		分拆总量		分拆占总量（%）
	数量	金额（100 万英镑）	数量	金额（100 万英镑）	
1972	1 210	2 532	272	185	7.31
1973	1 205	1 304	254	247	18.94
1974	504	508	137	49	9.64
1975	315	291	115	70	24.05
1976	353	448	111	100	22.32
1977	481	824	109	94	11.41
1978	567	1 140	126	163	14.30
1979	534	1 656	117	186	11.23
1980	469	1 475	101	210	14.24
1981	452	1 144	125	262	22.90
1982	463	2 206	164	804	36.45
1983	447	2 343	142	436	18.61
1984	568	5 474	170	1121	20.47
1985	474	7 090	134	793	11.81
1986	842	15 370	221	3093	20.12
1987	1 528	16 486	340	4 667	28.31
1988	1 499	22 839	376	5 532	24.22
1989	1 337	27 250	441	5 677	20.83
1990	779	8 329	342	2 941	35.31
1991	506	10 434	214	2 945	28.23
1992	433	5 803	199	1 832	31.57

注：最后一栏数据是以收购和分拆金额为基础的。

资料来源："英国的收购和兼并"。《中央统计局简报》，伦敦，1993 年 5 月。

3. 兼并收购和商务战略

无论管理者收购其它公司的根本目的如何，收购都必须成为收购公司商务和公司战略的一部分。商务战略着重于为企业创造一种持续的竞争优势。这种竞争优势可能源于经济规模和范围，或者市场力，或者增加一种被收购公司所具备的独一无二的长处。

通常，收购公司对收购目标旨在转移其“超级”管理技巧，以便提高目标资产的盈利能力。甚至当目标企业仍保持独立的实体，不依靠在收购公司和被收购公司之间存在的可能混合体的时候，会创造出更多的价值。收购公司通过目标企业改进效率追求一种价值创造的公司战略。

一项收购可能完成收购公司旨在建立不相关资产组合的公司战略。假如在资产组合中，不同企业的收益流是高度不相关的话，企业的风险就可能降低。在一个效率化的资本市场体系中，这种战略为股东创造价值的能力十分令人怀疑。

的确，收购能否为收购公司的股东创造价值这一问题已被众多的研究者所强调。较早的论据表明，从收购公司的股东观点出发，收购最好是中性的，最坏是把价值毁坏降到一个很小的程度。然而，这些经验是受到方法认修改的影响的。最近更多的论据使得收购能增加收购公司股东价值的观点获得一定的支持。几乎普遍赞同的是目标企业股东能够获得较稳定的收购溢价收入，这种溢价通常是一定天数内收购额的30%左右。

目标公司股东要增加自身的利益和收购公司股东要维持自

身利益的矛盾带来了一系列问题。这些问题涉及到收购公司的动机以及它在建议的收购中将可预期的收益转化为股东财富的能力。的确，可争辩的论据和管理者作出收购决策的动机是一致的。清楚表明在收购以后收购和价值创造之间存在许多众所周知的疏忽。除了管理者的私利外，至少还有一些收购，在收购失败的实际资源之前有些需要探讨的收购过程有理由进一步追踪。

在大公司中，诸如收购之类的投资决策是隶属于一种多样的内部组织斗争。这一收购过程，也许伴随解释不清的目标和肮脏的政治允诺，导致极差的收购决策。我们将探讨收购决策程序的组织效率对收购成功的影响。

4．收购程序的效率

决定收购成功的收购程序的另一方面是企业外部的市场效率。收购兼并已经作为一个市场。在这个市场上为争夺目标公司资产的管理权同对手的管理层竞争。在这个市场中，作为其它存在的中介机构，他们的利润主要依赖于他们接手的收购数量。

有些中介机构诸如商人银行的动力存在于并购交易能在收购公司和他们的顾问之间创造利益冲突。如此刺激也许会导致压力者“结束交易”。在这一过程中，收购公司不能承受如此压力，就会为目标多付金额，收购后的增加值不管增值多少都会与之不相匹配。所以，理解收购程序的效率是十分必要的。我们将描述中介机构在收购过程中的作用，以及收购一方和目

标一方之间及他们各自中介机构之间利益冲突的潜在范围。

5. 收购的经济影响

截止目前我们的焦点集中在股东和管理者从收购中获得或者失去什么。但是兼并和收购还有比这两个集团更广泛的客户。确实，集团的任何一方都可能在这些顾客的开销中获利。后者包括雇员、消费者以及被收购和收购企业在其中运营的社会。

收购像就业谈判一样通常导致企业运营的理性化，例如，收购公司试图降低被收购企业雇员已经享受到的养老金数额，这种案例最近就发生过。理性化也可能导致工厂倒闭和随之而来的失业，经常对地方社会有毁灭性的打击。

如果收购是企图达到市场控制或增加市场竞争力，则股东和管理者集团可能从兼并中获益，但也会受到消费者抵制。这种竞争的减弱从全局来讲会对市场竞争和经济增长形成长期的影响。基于此，收购在英国和许多国家必须接受反托拉斯调查。反托拉斯主管当局有法定权力阻止兼并或允许其服从一些可接受的条件。

英国的收购公司服从于由公平贸易局（OFT）管辖的反托拉斯制度。他们也必须遵守欧共体的兼并监管条例。自从1984年以来英国被调查的兼并案例都强调竞争作为基本基础，但英国反托拉斯条例准许公平贸易局考虑比公平竞争更宽泛的标准。

欧共体公司所必须遵守的双重反托拉斯条例有时导致欧共

体委员会与其成员国之间产生司法权上的冲突。欧共体兼并监管条例是 1990 年 9 月才公布的，它还在不断发展着，正在建立有关个别兼并的案例法。公布这个条例的动机是建立一个反托拉斯的共同遵守的制度。我们将考察这个目标已经在多大程度上得以实现，并展望欧共体监管条例的未来演变。

6. 跨国收购

为追逐收购候选对象，使得大量跨越国界的资金在持续增加。最近几年，伴随着英国公司的大量收购，英国已经成为美国最主要的外国投资者。随着统一市场的到来，欧共体现在已经成为世界上最大的单一市场。所以，在这个巨大的市场中，欧洲的公司同日本、美国的公司一样为增加他们的市场影响而努力。

英国公司已经在欧洲大陆和美国开展了收购。他们也成为海外收购公司日益注视的目标。1993 年英国公司在欧洲的收购数量是 196 个，价值 39．6 亿英镑；在美国的收购数量是 107 个，价值 138 亿英镑。

英国公司把他们在美国的收购搞得团团糟的例子比比皆是。语言的相同导致这些收购公司产生一个对目标公司非常熟悉的错觉，使他们对美国公司的环境和文化模式的特性认识迟钝。收购公司在国外进行风险投资之前需要对目标公司的文化和其它细微差别了如指掌。

7. 公司分拆

就像早就指出的那样，80 年代人们亲眼目睹了一场高水平的公司分拆。收购和分拆加在一起构成了公司重组。公司分拆的便利赋予公司更大的灵活性和能力使公司的业务和公司战略适应变化的环境。当企业以他们已经改变的战略观点来审视，发现一部分业务陷于糟糕境地的时候，企业就能够以比过去更小的外部损失、更快的速度来重组自己的业务。由于公司资产中的内部市场存在，所以在公司业务组合被改组之前，并不需要拥有这些资产的法律实体加以改变。所以，一项伴随着资产剥夺的掠夺性收购不仅仅是适合于资产转移的机制，而且还是一种掠夺他们潜在乃至全部资产的机制。如果企业洞察到某项业务在其资产组合中已经失去存在的理由，他们就可以用分拆的机制提高他们业务的价值，以避免陷于资产剥夺者的手中。

8. 作为选择收购的战略联盟

最近几年，许多公司寻求通过战略联盟而不是直接收购来达到他们的战略目标。这种偏好也是许多收购活动失败造成的。战略联盟也有其固有的优势。由于战略联盟创造了能够达到一种特殊的、相当具体的明确战略目标，比模糊的收购表现出一种更为清晰的目的，因而，拥有这些合资和联盟企业，就会使收购后的整合问题不再出现。

然而，在公开或潜在对手之间安排合作的战略联盟存在着许多圈套。这种合作——竞争的两难博弈是不容易管理的。通常情况下，部分合资企业失败是因为组织原因所致，即合资双方之间存在的文化冲突以及相互分歧的管理哲学。我们将指出战略联盟的相对优势和缺点。

9. 本书宗旨

本书旨在就收购和兼并课题向读者提供一个全面的概括。它并不试图就公司兼并和收购带来的问题提供结论性的答案，但也对这些问题的各种答案一一指出。收购和兼并的操作领域与用于揭示兼并收购问题的理论构建一样重要。我们的观点是从大量的实际兼并和战略联盟的例子中得出的。希望读过此书的读者受此激励进一步探索该领域，并进一步阅读每章后面提供的参考文献。

10. 本书概要

第二章讨论企业进行兼并和收购可能的动机。新古典主义的利润最大化模型同边际效用模型形成鲜明对照。代理人问题——一个现代大企业所有者和管理层分离共处的问题，被视为与收购决策和收购行动关系密切。

有关收购公司业务和公司战略的收购决策被安排在第三章。该章主要描述潜在收购目标的战略评估技术，说明收购战略和业务战略的关系。第四章考察了收购过程的组织问题并揭

示了一家大公司也可能出现目标的不统一或收购无效益。该章论述了收购后出现的问题萌芽于收购的决策阶段。

第五章和第六章探讨了在英国执行收购要约的监管环境。叙述了在英国和欧共体水平的反托拉斯制度。讨论和说明了城市守则在收购和兼并、监管英国的公众公司要约执行方面的作用。

第七章和第八章探讨了公司控制市场的外部效率。描述了在这一市场中形形色色的参与者，诸如中介机构、套利者和金融机构以及他们对收购竞赛结果和水平的影响。描述了在敌意收购中的防御战略和技术。

第九章主要关注收购目标的评价。对各种各样的目标评价方法和其局限加以考虑。第十章讨论了收购和兼并的会计准则。依据流动性、税收和会计准则以及评价的不确定性等来考虑收购支付的选择是一个非常复杂的决策。第十一章讨论了选择支付方式的决策。

第十二章考察了目标公司在敌意收购战中采取种种类型的防御战略，提供了这些战略相对有效性的证据。第十三章展现了被收购企业收购后绩效的著名研究案例。

第十四章提供了在对管理层调查的基础上，收购公司收购后绩效的结论，也考察了普遍感觉收购不能进行下去的可能性原因。收购公司收购被收购公司后的整合问题也将详细讨论。

第十五章描述了最近有关分拆和类似的公司重组现象。追述了通过分拆的公司重组和早期收购失败之间的关系。讨论了各种各样分拆形式背后的法律和动机。从大量研究的经验证据中考察了分拆对分拆股东财富的影响。管理层收购及其影响也

将加以讨论。

第十六章叙述了日益增长着的跨国收购的发展趋势。揭示了这种趋势产生的原因以及伴随跨国收购所带来的问题。集中讨论了不同国家环境的差异以及这些差异对收购和反收购防御战略的影响。

第十七章叙述了全方位兼并和收购的选择。由于不明智或者棘手的收购而苦头吃尽的公司，逐渐把战略联盟作为其企业战略的一部分。该章讨论了各种类型的战略联盟以及它们与收购相比的优劣之处。

参 考 文 献

[1] Bannock, G. (1990) 'The takeover boom: an international and historic perspective', Hume Occasional Paper 15, The David Hume Institute.

二、收购动机

根据收购者的公司战略和商务战略目标可以对收购动机加以定义。例如，拥有一个名牌商标和分销网络的大型食品公司，为达到营销和销售的一体化就会收购一个小型的、不知名的目标公司。其它的一些收购则是为增加市场竞争力、控制供应商、生产能力组合等等欲望所驱使。然而，正如在第一章所指出的那样，当战略目标同收购动机十分接近时，这些战略的制定将会服务于收购企业的股东利益。

收购企业的管理者来制定收购战略和收购决策。管理者在作出上述决策时将会考虑到企业所有者即股东的利益。这是新古典主义关于企业的学说，该学说强调股东的利益是至高无上的而管理者的利益则是从属的。当管理者的利益同股东的利益有差异的时候，收购则可能根据前者的利益来进行。

在一个大型的股东众多的现代公司里，管理者拥有相当大的权力，可以自主决策而股东对此经常是无从细察。这种情况就使管理者可以在更大的范围内，以损害股东利益为代价来追求自己的私利。以管理者私利为出发点作出的收购一旦失败，就会造成股东财富的损失。

在文献中，存在一个广泛的认识，即收购并非为收购者的股东支付（见第十三章关于收购绩效的估价）。对这种认识最可能的解释是这些收购是以管理者自我利益为动机的。在本

章，我们对股东和管理者情况加以透视，分别勾划出股东和管理者对对方具有支配地位时，对收购成功的影响。必须指出的是，股东和管理者之间的斗争渗透在管理者所做的所有决策之中，而不仅仅在于收购。

收购失败的原因并不能明确地归于管理者的刚愎自用。即使管理者按照股东的利益行动，收购也可能由于各种各样的原因陷于失败，这些原因包括收购策略不当、收购要约效率、收购后的整合等问题。我们不能断言管理者的收购行为失败必是源自其对私欲的追求或者对股东们怀有恶意，但至少可以说明管理者在收购活动中的无能。

1．股东财富最大化的观点

在新古典主义的学说中，包括收购在内的所有的企业决策都是以企业股东财富最大化这一目标为出发点的。这就意味着这一决策带来的增加的现金流量，当以适当的折现率折现的时候，就会产生零或者正的净现值。在不确定条件下，折现率就是根据市场决定的风险升水而形成的风险调整率（见第九章折现率的决定）。

一项收购，当它收购的增加价值超过收购成本的时候，股东财富最大化的标准被满足：

收购的增加价值＝收购后收购者和被收购者的价值－收购前两者的总价值

收购者股东股票价值增加额＝增加价值－收购成本

收购成本＝收购交易成本＋收购溢价

收购交易成本是指收购实施过程中发生的各项费用，包括各种各样的顾问费（见第七章）、监管费、股票交易费、承销费等等。收购溢价是对目标的要约支付价超过目标事先的出价。这种溢价也称之为控制溢价。当管理者试图增加股东财富时，他们必须不仅增加价值，而且要确保收购成本不超过增加值。价值创造也许发生于目标本身，或者在收购者和被收购企业两者身上。下面，我们举例说明收购者股东的价值增加情况。

掠夺成性的公众公司对选中的目标公司实施一个现金出价。报价前他们股份的市值分别是 1 亿英镑和 2 000 万英镑。掠夺者的期望是，收购后对目标公司的战略和经营进行改革，它的价值将增加 3000 万英镑。在敌意收购中，为了获得控制权，支付给目标企业股东的溢价是 500 万英镑，也包括承担的交易费用（包括顾问费等等）50 万英镑。

收购的增加价值＝（100＋30）－（100＋20）
＝10（百万英镑）

收购成本＝5＋0.5＝5.5（百万英镑）

收购者股东的股份价值增加值＝10－5.5＝4.5（百万英镑）

假设股票市场正确预期收购的预期收益和交易成本，收购者的股票市值在收购发生之时将增加 450 万英镑。

2. 管理者的观点

现代公司经济的标志是所有权同管理权广泛的分离。在所有权同控制权分离的情况下，股东同管理者之间的关系被认为是委托人同代理人的关系。在这种代理模式中，管理者作为代理人并不总是委托人最佳利益的扮演者。这种行为对股东造成的成本称为代理成本，代表了股东价值的损失。

管理者有时为了满足他们的私欲，并不考虑委托人的利益。在一项收购中，这种私欲的追求将会导致一项糟糕的收购和股东价值的损失。有时管理者为实现诸如增加企业规模等目标，将会实施一些缺乏理性价值创造的收购。

当一项收购的价值创造处于潜在状态时，它可能被高估。管理者将会为其发动的敌意收购支付更多或增加较高的交易成本。管理者往往在估计价值创造时犯下实实在在的错误，因为他的估计通常是建立在收购阶段对目标的不完全信息基础之上的。假如管理者未能认识到这种错误，他们将会极不明智地支付额外的出价溢价或者进入一个伴随有较高交易成本的敌意收购。

了解收购管理者在收购前和收购后作出决策的真实意图是一项困难的事情。在收购前，管理者对收购的优点和增加股东财富的潜在性具有很强的说服力。收购后，在解释收购失败的原因时，管理者的意图就会是含含糊糊的。所以，收购失败的证据也许可以表明代理人问题或管理失败问题，并且同代理冲突无关。

（1）收购中管理者的动机

管理者实施一项收购，有以下几种原因：

①追求企业规模的增加，因为他们的报酬、津贴、地位和权力是企业规模的函数（建立帝国的综合病症）。

②展现他们不经常使用的管理天才和技能（满足自负的动机）。

③分散风险和使亏损和破产的财务费用最小化（工作安全动机）。

④避免被收购（工作安全动机）。

上述动机不仅不是互相排斥的，相反在某种程度上是相互加强的。我们现在逐次加以讨论。

①由于大型企业的经营存在着较大的复杂性，所以管理者的补偿是同企业规模相联系的。当管理者执掌大企业的大权时，他们就会得到诸如权力和社会地位等无形的收益。作为企业规模增加的结果（例如，资产或销售额），即便当股东财富没有相应增加时，总经理的补偿也会增加。假如管理者的补偿是销售额增长的函数，他们就会追求销售额的增加。

②当一家企业属于一个成熟或者衰退的产业时，企业的幸存者就会相继退出该行业，进入一个有更大增长机会的行业。当前的产业对于企业的管理者来说，也许不足以施展其全部能力和智慧。不进入一个成长性的产业，企业就会失掉这些年轻的管理者，进而加速企业衰退的进程。

③当收购企业和被收购企业的现金流量并没有明显的高度相关时，风险分散化的目的就会达到，进而减少了合并企业现金流量的多变性。这种价值创造对股东来说并不十分必要。在

一功能健全的资本市场中，股东通过构筑包括两个公司股份在内的资产组合，来达到风险分散化的目的，也许比企业的做法成本更低。所以，股东自行其事的风险分散化会比选择企业从事风险分散化活动更高明。

不过，风险分散化在某种环境下是有用的。例如，当被收购企业的股份停止交易时，对投资者来说，通过公司分散化达到企业中的分散化是仅有的可能性。第二，企业现金流量可变性减少会降低公司财务亏损和破产的可能性。财务亏损是当企业发现履行其责任有困难，而被迫做出欠佳的运营、投资和融资决策时发生的。企业失败导致企业的破产和停业。财务亏损和企业失败对管理者来说，比对股东有着更大的影响。

一般来说，管理者对他们管理的企业尽心尽力。这种尽心尽力主要来自三方面的原因。首先，他们的工资和奖金收入来源于他们所在的企业。其次，他们开发了一种企业独特的人力资本，这种人力资本在他们现在的企业之外并不显得十分重要。最后，管理者可以从他们的企业中以股票和股权的形式获得补偿，这可以使其增加对其企业的投资。

所以，与股东不同，管理者在他们自己的企业中，对其倾全力投资的无分散化资产牢牢地加以控制。这就表明，总体风险包括企业独有的风险（例如企业失败的风险）对管理者来说，比系统性风险更重要：这就是说，与市场运行相关的风险适合于有较好风险分散化的股东。

股东也可以通过公司分散化达到减少财务亏损和破产风险的目的。然而，以分散风险为动机进行兼并而形成的合并企业有着更加稳定的现金流量，这会加强公司债权人的安全性。所

以，恰恰是债权人，而不是股东，是风险减少的受益者。

④最后一项动机——避免被收购——也许至少是一种有说服力或者体面的说法，这个原因经常被包装在有关公司持续的独立性价值这一委婉和崇高的管理者的花言巧语中。目标公司的管理者经常为了击败敌意收购而走向极端化（见第十二章）。为达到免除收购威胁之目的，管理者有时会十分自负、错误的采取收购的方式，使企业规模增加到不被收购程度。

然而，在 80 年代大企业并没有受到如此的保护。在美国，RJR 纳比斯科，一家食品和烟草的联合企业，在一项价值 250 亿美元敌意杠杆收购中被吞并。在英国，1989 年霍伊莱克（Hoylake）合伙公司出价 130 亿英镑收购 BAT 工业公司。1989 年联合金矿公司在敌意收购中以 31 亿英镑被收购。在 80 年代中期，几家英国公司像帝国集团和蒸馏水公司都以接近 20 亿英镑的价格被收购。

为增加企业规模，或进入一个成长性产业和脱离企业目前所处的衰退行业而采取的收购，是同避免变成一个被收购目标的防卫动机相一致的。

(2) 闲置现金流量和代理人问题

闲置现金流量通常可以在企业完成它的纳税义务之后和在企业执行了目前适当的投资选择的筹资之后加以测定。根据杰森的研究，闲置现金流量是指，扣除以相关的资本成本贴现后，有正净现值的所有项目所需资金后的现金流量（见第九章的有关闲置现金流量的计算）。

上述闲置现金流量一般适合于那些有较小增长前景的成熟产业中的盈利企业。这些企业的管理者有权去增加企业的分红

或者调整企业的资本，即通过股份回购来实现企业资本结构中更多的债务和较少的股本。不论哪一种过程都会减少闲置现金流量大小。相应地，管理者可以使用闲置现金流量为分散的收购筹资，这些收购将变成负的净现值投资。在六十年代，由于烟草、食品、石油和其他成熟产业中的许多企业分散化而进入其他不相关的业务，随之而来的是企业经营业绩较差和股东权益的下降。到了80年代，这些企业则变成了敌意收购者的目标。

从股东的角度来看，怎样才能引导管理者最佳地使用闲置现金流量呢？对股东来说，其面临的问题是如何促使管理者交出闲置资金，避免将其投入低收益率项目或浪费在无效率的组织管理上，这表明闲置现金流量其自身并不是一种和管理者之间代理斗争现象，但当管理者不正当使用时，就可能加剧这种斗争。

(3) 控制代理斗争的机制

一系列的控制机制存在于对股东代理斗争的影响和成本最小化当中。这些机制在企业内部和外部共存。内部控制包括股东——管理者联盟策略（对管理者的行为的严格控制）和管理者的补偿合同。外部机制依赖于企业售出其产品的市场对管理者造成的约束，管理人才市场（管理者以较好声誉就能得到超出正常水平的工资），以及在公司控制市场上管理阶层为管理公司资产权力而进行的竞争。

①内部代理斗争控制机制。

由于代理斗争起源于控制权与所有权的分离，因而这种斗争通过联合股东和管理者的利益可达到缓和。当管理者自己持

有他们所在公司的股份时，他们的利益至少部分与股东的利益联系在一起。许多公司推出执行股权计划就是旨在完成这种联合。管理者以许多形式接受奖励：股东回报；工资、奖金和津贴等形式的直接金钱报酬；间接的，控制权、权力和地位等精神奖励。

即便管理者从其它两种渠道得到更多的奖励，提供股份选择权使其成为企业的股东的方法也并不影响管理者同股东联盟的行为。进而，管理者的股份所有权会形成一个堡垒，使其不受外部控制和内部控制的约束。然而，我们并不清楚管理者的持股比例达到什么水平最为适当。

管理层的控制需要一种机构安排，诸如外部人员——非执行董事的出席等等。类似地，管理者的报酬与业绩挂钩需要一种明确地度量管理者业绩和建立奖励管理者取得业绩的公式。最近的凯德伯里（Cadbury）报告，建议通过采用包括一个足够数量的非执行董事和建立报酬委员会来改进英国公司的控制。

非执行董事控制和通过报酬委员会决定与业绩挂钩的管理者的报酬的有效性还未得到评价。但是这些控制是较弱的，因为执行董事充斥着董事会，报酬委员会则可以雇用自己的心腹。最近对235家英国公司的调查表明，超过一半以上的非执行董事的任命都是董事长个人作出的。该调查还显示，超过一半以上的非执行董事感觉他们并没有全面地了解公司财务和非财务（例如公司战略）方面的信息。另一项调查则表明，非执行董事并没有被机构股东作为十分行之有效的方法来接受。

随着金融机构持股集中化的加快，人们普遍认为金融机构

能够发挥有效的控制作用。然而，在实践中持有大宗股票从而促使机构有效监督公司管理层工作的一个先决条件是，金融机构是否愿意发挥这一作用。机构则声明，他们缺乏承担干预作用的专业知识。金融机构也可能在同企业其他的商业关系中得到另外的支付，例如承销费。这样的关系创造出一个利益冲突，淡化了机构作为股东对企业的监督作用。

进入九十年代，美国出现了一股股东活跃主义的倾向，管理者要接受活跃股东集团非常多的监视和提问。金融机构对回答他们早期面对“管理者的暴行”失之体察的批评方面发挥了积极的作用。在英国，凯德伯里也强调了机构投资者更多的积极监督作用。

②外部代理斗争控制机制。

产品市场、管理人才市场和公司控制市场被提议作为代理斗争控制的方法。尽管他们并不是专为此目的设计的，但是当管理失败发生时他们能够起到一个校正作用。这些市场通过允许撤换失败的管理者来惩罚管理失败作为对管理者追逐私利的威慑物。当然，这些市场对不论何种原因失败的管理失败者都会起到惩戒作用。

与收购部分有关的是公司控制市场的惩戒作用。在这个市场上，公司资产在竞争的管理小组之间交易。能创造超过那些公司资产更多价值的管理小组的出价将高于那些价值创造能力较低的其它小组。敌意收购将受到目标公司管理层义不容辞的抵抗也是公司控制市场惩戒作用的必要部分。的的确确，他们是其限定的特性。

所以，公司控制市场的运行依赖于无效的管理小组被卓越

的管理小组所淘汰。关于这一点有两个美中不足之处。第一，获胜的管理小组实施收购的动机会与股东财富增加不相一致。经验数据表明，一般来说，收购会为收购公司股东会带来较少或者负的财富变化（见第十三章）。更多的情况是，收购者在许多收购案例中为目标超额支付。第二，值得争论的是敌意收购可能是一种纠正管理失败低效率和费用昂贵的方法。

3. 有关收购动机的经验数据

管理者是按股东或者其自己的利益来行动在少数的案例中已经得到验证。米克斯和威廷顿（Meeks and Whittington）的验证表明，管理者追逐私利的表现之一，是强调企业的规模或者成长性。从一家英国公司的样本中，他们发现销售额的增长是同董事工资增长呈正比例关系的，尽管这种支付增长也由于较高的利润能力所致。事实上，利润能力大小在短期占统治地位。

贝克（Beeker）等人的报告表明，美国公司，补偿同企业规模的平均弹性是 0.3，也就是说，企业销售额每增长 10%，行政管理人员的补偿增加 3%。这表明对行政管理人员的补偿随着企业规模的增加而增加，即便股东财富并没有随之增加。贝克等人认为，这种关系可以解释过去在公司分拆中，诞生了一些庞大合并组织浪费了大量公司资源。

(1) 收购和管理者补偿

雷文纳卡夫特与谢尔（Ravenacraft and Schere）从他们对美国收购和廉价出售的案例研究中，发现通过兼并收购建立企

业王国是原始收购背后的最重要动机。其他一些研究试图在收购和管理补偿之间建立更为清晰的联系。

费思（Firth）对 1974－1980 年期间 254 家英国收购要约样本进行了研究，测试管理人员的奖励的增加是否同收购有关。他发现，收购过程导致管理者报酬的增加，并预测了收购企业的管理者报酬增加的幅度。在股东获益的情况下，完成收购可导致管理者报酬的大幅度增加。甚至在股东损失的情况下，管理人员也能获益。费思的结论是：管理者的收购动机是试图使其福利最大化。

最近由科尼龙（Conyon）和克莱格（Clegg）从事的管理者补偿研究发现，在 1985 年和 1990 年之间 170 家英国公司的样本中，董事的工资支付是同销售额增长呈正相关关系的。进而，通过收购扩张增加了上述工资支付，收购频率和工资支付之间也是正相关关系。上述研究可以总结为，从得到补偿的角度看，管理者采取收购行动一定得益，即使这样的收购并不总能为股东带来收益。

（2）在敌意收购要约中目标公司管理层的行为

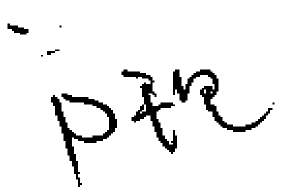
目标企业的管理者为了保护他们自己的工作和捍卫他们的企业王国，会对敌意收购殊死反抗。为了使收购者支付溢价最大化，他们也会抵抗。当收购溢价不断增加时，目标企业的抵抗将会降低收购要约成功的可能性。一项收购要约被放弃时，假如目标企业的股东失去他们原有的利益，可以推断反抗来自管理者保垒的动机比对股东福利考虑还强烈。然而，这种价值减少的目标企业管理层行为，会受由独立的外界董事组成的一个观察董事的限制。

库特（Cotter）用美国的例子说明，董事会的组成影响着目标企业管理层反抗的决策，公开收购要约的结果以及目标企业股东获得财富。他们的研究表明，美国的公开收购要约一般是敌意的并直接向目标企业股东发出。在上述收购要约中，目标企业董事会都是被外界董事的种种数字所统治，目标企业管理层抵御要约更加可能，要约几乎不可能成功。

然而，更多的有声望的外部董事和那些在目标公司持有大量股权的人可以对目标企业管理层的抵御施加更多的影响。这些结果表明，董事会监督管理层是行之有效的，但这也取决于董事会的特点。

目标企业对出价的态度也受到管理层的激励结构影响。如果收购获得成功，管理者将被撤换，因而失去了未来的补偿，像地位等非现金奖励。在另一方面，他们可以获得在他们企业持股的资本收益而且还可以收到“金降落伞”的支付（见第十二章金降落伞部分）。管理者在决定赞成或者反对一项收购要约时，必须对上述潜在的收益和损失加以权衡。

库特和曾纳（Zenner）以一家美国样本提供了收购要约过程和管理者财富变化之间关系的数据。他们发现，管理者的财富变化越小，特别是，管理者在目标企业获得的股权收益越小，最初的目标企业管理者反抗越强烈。此外，一旦要约溢价被接受，管理者的反抗会减少目标企业股东的财富获得，大概因为这种反抗会减少要约成功的可能性。当管理者财富增加的时候，公开收购要约成功的可能性就会增加。这表明持股将管理者的利益同其他股东的利益联系在一起。



4. 小　结

在这一章，我们依次考察了有关收购决策动机的两种观点——新古典模型，假定收购决策是以股东财富最大化做出的；管理者模型，假定管理者的行为是以他们自己的利益为出发点的。两种观点对收购成功性的意义已经叙述。对解决在管理者和股东之间利益的集中问题的各种各样药方做了讨论。我们还提供了某些经验数据，支持管理者的观点，即管理者的收购决策将导致他们的财富增加。也有数据表明，像董事会构成和管理者持股等控制机制，也许在收购中会抑制管理者潜在的机会主义行为。在第三章，我们将主要考察收购兼并在企业商务战略中的地位。

参 考 文 献

[1] Baker, G. P., M. C. Jensen and K. J. Murphy (1988) 'Compensation and incentives: practice and theory', *Journal of Finance*, **43**, 593 - 616.

[2] BDO Binder Hamlyn (1994) 'Non-executive directors: watchdogs or advisers?', Special Briefing No. 91, London.

[3] The Cadbury Report (1992) *The Financial Aspects of Corporate Governance*, Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, London.

[4] Conyon, M. J. and P. Clegg (1994) 'Pay at the top: a study of the sensitivity of top director remuneration to company specific shocks',

National Institute of Economic Review, *August*.

[5] Cotter, J. F., and M. Zenner (1994) 'How managerial wealth affects the tender offer process', *Journal of Financial Economics*, **35**, 1, 63 – 97.

[6] Cotter, J. F., A. Shivdasani and M. Zenner (1993) 'The effect of board composition and incentives on the tender offer process', working paper, University of North Carolina.

[7] Firth, M. (1991) 'Corporate takeovers, stockholder returns and executive rewards', *Managerial and Decision Economics*, **12**, 421 – 8.

[8] Jensen, M. (1986) 'Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers', *American Economic Review*, **76**, 2, 323 – 9.

[9] Kay, J. A. (1989) 'Introduction', in J. A. Fairburn and J. A. Kay (eds.), *Mergers and Merger Policy*, Oxford University Press.

[10] KPMG Peat Marwick (1994) *Survey of Non-Executive Directors*, London. *

[11] Meeks, G., and G. Whittington (1975) 'Directors' pay, growth and profitability', *Journal of Industrial Economics*, **24**, 1, 1 – 14.

[12] Ravenscraft, D. J., and F. M. Scherer (1987) *Mergers*, *Sell-offs and Economic Efficiency*, The Brookings Institution, chapter 7.

三、收购和公司战略

一项收购行为的完成意味着收购者实现了某种战略目标。这些战略目的是多种多样的，包括企业的成长、在现存产品市场中取得竞争优势，市场或产品的扩张，或者风险的降低。像所有其他的战略决策一样，收购应满足增加价值这一标准。管理者若从他们自己的利益出发，这种增加的价值将被管理者滥用而损害股东的利益；管理者若从股东的利益出发，增加的价值将导致股东财富的增加。

对某些类型的战略，像市场或产品扩张，收购是达到同样目的的几种选择中的一种。其它的选择有组织增长、合资经营和合作联盟等。对收购的偏好之所以超过其它选择可以从收益和成本比较中得到解释。

收购需要被安排到企业主要的公司和商务战略框架中，不同类型的收购是由企业战略规划和选择支配的。这些收购是由各自的价值创造源泉来区分的。收购类型也支配着收购逻辑、目标评价的框架、收购的大致对象和收购后的整合（见第四章整合部分）。

在本章，我们将描述作为收购战略评价的一种分析框架。我们将把在公司战略文献中所讨论的各种各样概念和模型应用于收购场合。

公司战略和商务战略：

公司战略关心的是公司商务活动整体安排，旨在公司这一层次上达到某种预期的目的。这些目的顺次包括更改企业活动的名称、合理利用一家企业的闲置资金以满足另一家企业利润增长的筹资需求、开发公司内部资产组合中现在和将来的业务的独特性以及降低风险。

除了资产组合管理作用外，公司战略瞄准开发一种独特的潜在能力或者核心能力，使企业能够依次将其转化成能胜任的竞争优势和附加价值。这种潜在能力包括企业的结构、商誉和创新。企业结构包括企业与雇员的内部关系，以及企业和其供应商、消费者的外部关系，一组合作企业之间的关系网络。一种适应于管理业务单元的管理模式也是企业结构的一部分。

商务战略关心的是改善单个业务的竞争地位，旨在使单元业务对完成公司目标作出最大的贡献。商务战略也致力于开发公司经营过程中积累的战略资产。凯（KAY）定义战略资产包括：自然垄断、以沉淀成本的形式进入壁垒，经验的曲线效应、商誉、广告和市场知识，以及特许经营权。

从更广泛的角度考察，作为企业制定和实施的公司战略和商务战略在同一水平上是不一样的。公司战略有着一个全景式的焦距，可利用各种业务之间的联系，而商务战略仅仅集中在市场这一狭窄的范围内。企业在公司的高度建立的独特的潜在盈利能力，例如商誉和创新能力，适合于同战略资产一起来提高各个业务的竞争优势。

1. 一般战略的分析框架

这一分析方法的简单模型是波士顿咨询集团提出的坐标系，见图3-1。这一坐标系将一家企业的业务组合定义在两个坐标轴上——市场增长率和企业的市场相对份额。市场增长率表示市场的吸引力。当一家企业在市场上出售的产品需求迅速增加的时候，企业有更多的获利机会，也即有更多的市场吸引力。市场份额表示企业在市场上的竞争能力。市场份额对盈利能力的正面影响已在一系列的研究中揭示出来。美国的战略计划研究院通过对数千家企业的研究得出了这一结论。

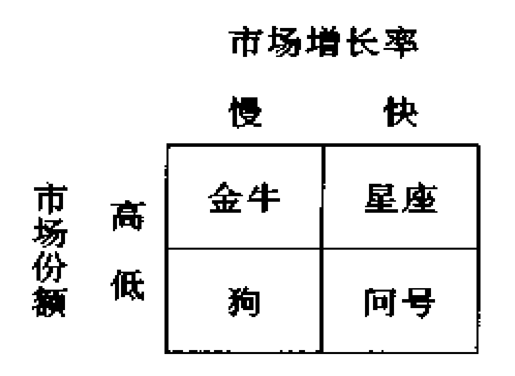


图3-1 波士顿咨询集团业务组合坐标系

“星座”表明产品在市场上是以高增长机会出售的。企业有一个较高的市场份额。“金牛”代表一个拥有低增长机会的成熟业务，但企业有一个较高的市场份额。“问号”代表一个拥有较大增长前景的崭新业务，但企业占有较低的市场份额，面对强大的竞争。“狗”表示业务的市场增长率较低，同时，企业的市场份额也较低。四种业务类型根据盈利能力、投资需求和闲置现金流量的不同，有不同的盈利。在第二章定义的闲

置现金流量是指企业满足它的投资需求后的企业运营的现金流量。

“狗”是一项拥有低闲置现金流量和低投资（可能不投资）、低利润率（可能导致亏损）的业务。它显示一个由于各种各样原因而走下坡路的产品。“问号”是一项拥有潜在的高盈利和低（或负）闲置现金流量的高投资业务。建立市场和企业的市场份额，高投资是必要的。“金牛”是一项拥有高闲置现金流量、盈利性的低投资业务。由于业务是成熟的和可能的垄断性，市场开拓、研究与开发或者增加产品的潜在力变得无所谓了。所以，金牛抛弃了剩余现金。“星座”是一项拥有较低闲置现金流量的高盈利、高投资的业务。为维持企业快速增长的市场份额，高盈利被预留作为附加投资。

（1）产品的生命周期

从图3－1的分析可以充分地推导出产品的规模和它的生命周期。在图3－2描述了产品生命周期概念和一个产品的发展轨迹以及它适应的市场。产品生命周期的四个阶段是：引入、成长、成熟和衰退。

开发一个新产品的企业有最初引入者的优势和负担。产品的市场较小，但利润率较高。初始开发者必须为产品打开销路和增加产品生产能力花费巨资。根据消费者偏好生产、开拓市场、建立销售渠道和产品广告等的费用是产品进一步发展的主要支出。

现在，具有较高收益率且不断拓展的市场吸引了越来越多的企业参与竞争，而供给的增加导致边际收益率下降，因而需要进一步扩大市场需求。企业现在开始在一个更大的范围内竞

争——价格、产品多样化，非价格手段诸如产品质量和售后服务。这一阶段的特征是高度竞争，但仍是一个成长性的市场。

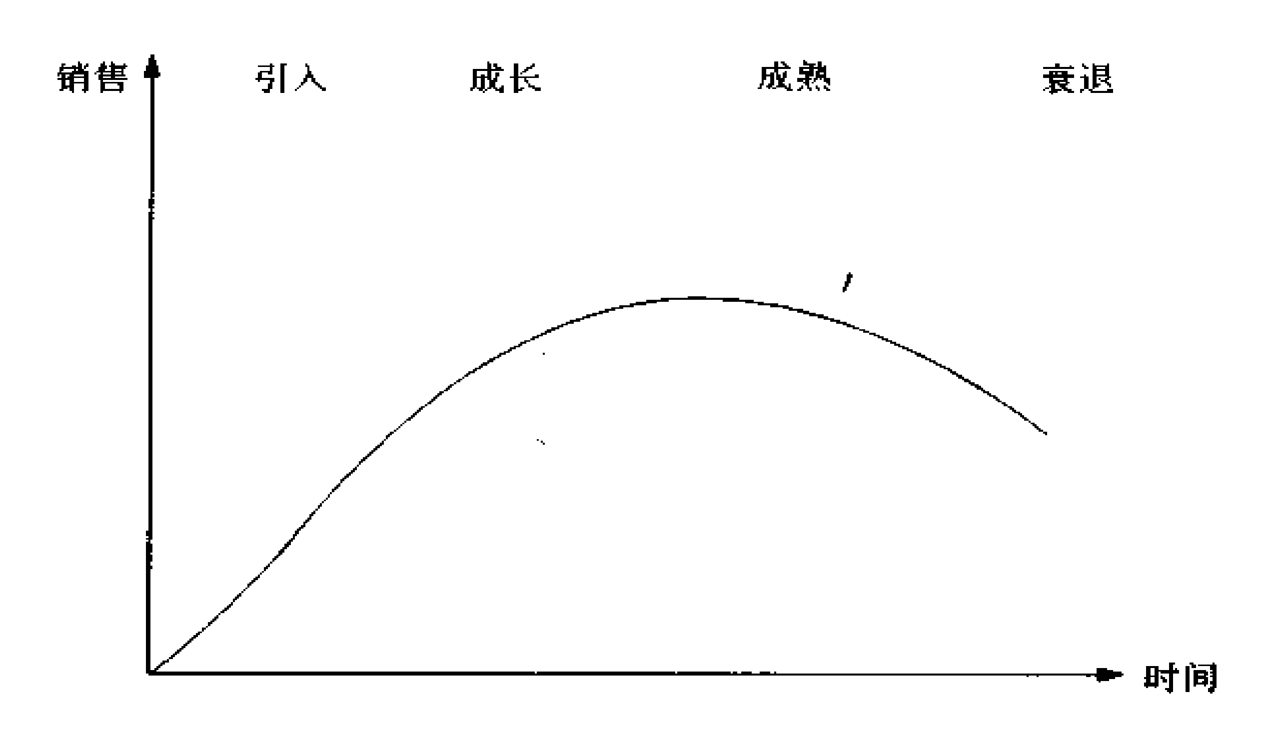


图 3—2　产品生命周期

第三阶段，市场增长趋缓，出现生产能力过剩，竞争已到你死我活的程度，利润率少得可怜，市场开始大起大落，在这一阶段，通过防御性的兼并达到过剩生产能力的减少。震荡导致产品的生产能力同市场需求更加匹配，和较少数量的竞争者生存。这就达到了产品生命周期的成熟阶段。

市场逐渐平静下来，回到垄断竞争那种缓慢稳定的旋律中。利润率很低，每一竞争者有重要的但相对稳定的市场份额，同时，投资需求非常低。在这种情况下，即使在总体上，成熟阶段也是一个相对漫长的宁静时期，一些产品是必要的，而一些替代品则慢慢出现。

由于其它产品的出现，消费者感觉到已发生变化并发现了

替代物，使得原有产品数量急剧下降，在这个阶段，利润率很低，投资需求也很低。的确，这一阶段需要的是缩小投资，使之变成非现金流量资源，这实际上代表原有产品的终结。

产品生命周期理论帮助我们明确单个产品的市场机会和企业在市场中的位置，例如企业是处于一个成长还是衰退的阶段。波士顿咨询集团模型扩展了对企业的业务组合，即每一业务处在其自身生命同期的不同阶段：例如，星座表明业务处于成长阶段，狗表示衰退阶段，等等。所以这两种模型是互补的。当然波士顿咨询集团模型还充分考虑了市场环境和企业竞争实力之间的相互影响，这种分析暗含在产品生命周期模型中。

(2) 安索夫（Ansoff）的战略选择

波士顿咨询集团的坐标系矩阵有助于明确公司业务组合的强弱之处，并对这些业务哪些需要剔除，哪些需要保留或者哪些需要通过增加投资去进一步加强提供了指导。所以，它根据市场吸引力和竞争实力揭示了一家企业的发展方向，而安索夫模型则勾画出了应该选择哪一种方向。

图3-3显示的是该模型。依据企业希望进入的产品市场和现有产品市场之间的关系，它提供了一家企业的四种可能的战略选择。这四种选择如下：

市场渗透型，企业在现存的市场增加企业的市场份额。

市场扩张型，企业在新的区域市场出售其现有的产品。

产品扩张型，企业在现存市场上出售与现有产品相关的其它产品。

多元化型，企业在新的市场上出售新产品。

		产品	
		现在的	新的
市场	现存的	市场渗透型	产品扩张型
	新的	市场扩张型	多元化型

图 3－3　安索夫产品——市场矩阵

一家企业做出何种选择，取决于企业对希望进入或扩大的市场的吸引力的评价，或它的投入、它的竞争实力和价值创造的潜力。当这些实力同市场的需求旗鼓相当时，一家企业的核心竞争力或者独特的获利能力对其战略选择有决定性的影响。波士顿咨询集团模型也好，安索夫模型也好，都是抓住了决定市场竞争环境和构成企业竞争实力的各种复杂多样的因素。

如图 3－4 所示，波特提供的五个分支描绘了一家企业的竞争结构。这五个分支分别是：企业现有产业存在的竞争，新进入者的威胁，供应商的讨价还价能力，产品购买商的讨价还价能力和替代品的威胁。在任何时候，同行业或跨行业内，这五项都是不等同的力量。他们的相对强弱会随着时间而改变。确实，像新进入厂商的威胁或者替代品的威胁具有动态的规律，并建立在预期之上，而供应商和购买商的讨价还价能力更多的是静态的，反映的是现实情况。

五项竞争力量每项的实力是由一系列因素决定的，这些因素作为例子列于表 3－1。市场吸引力的评价依次依赖于对这些因素实力的评价。

(3) 波特的五种竞争力量模型

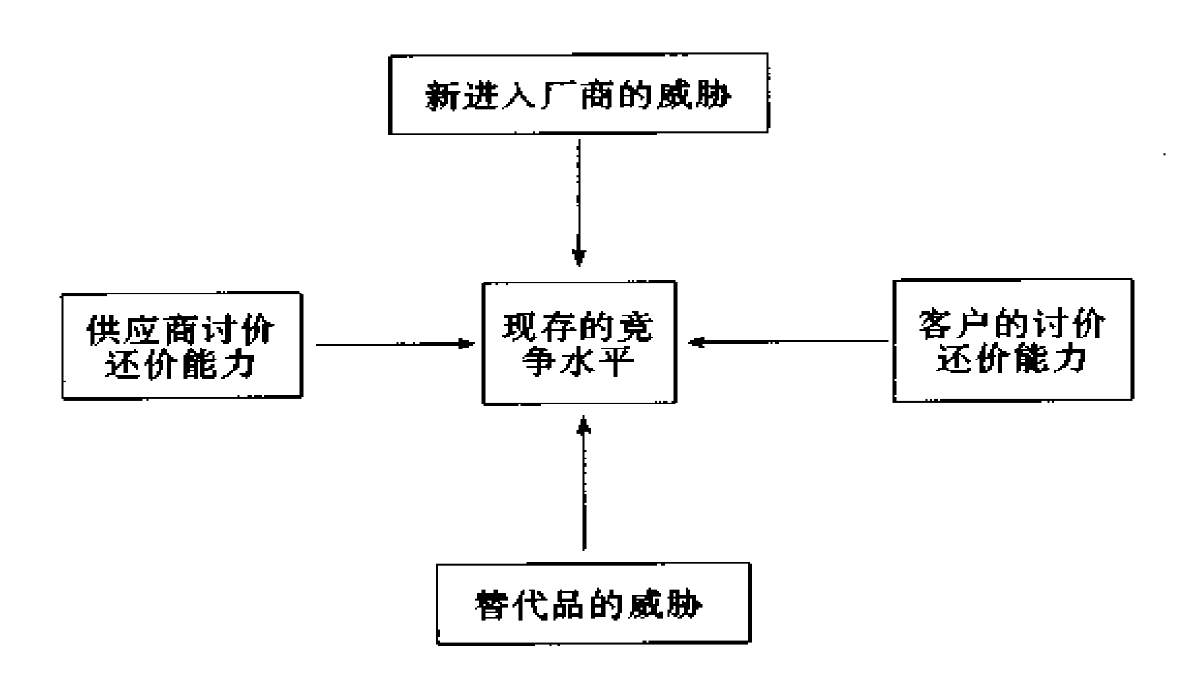


图 3－4 波特的五种竞争力量模型

表 3－1 五种竞争力量实力的决定

竞争力量	实力决定
新进入厂商威胁	进入壁垒的低水平(例如,规模经济,投资需求)
产品替代品	替代品相对低价,买者倾向于替代品,买者的低(产品)转换成本
供应商讨价还价能力	买者改变供应商的高成本,替代品的不适用性,供应商的集中程度
客户讨价还价能力	客户集中程度,客户转向其他销售商的低转换成本
现实的对抗	低产业增长,高固定运营成本 低产品差异化

(4) 战略地位和战略选择分析

战略形成是一个包括两个主要步骤的松散的连续的过程：战略地位和战略选择分析。战略地位是公司对已存在的战略形势进行自我评价，而战略选择分析，则是公司对未来战略形势的一种高瞻远瞩、建立方案的方法。

波特的模型可用于战略地位和战略选择的分析。一家企业可以依据这个模型来检查其已存在业务组合的战略实力，市场吸引力组合。如此检查可促使企业评价其竞争强项（S）和弱项（W），并同由五种竞争力量提出的机会（O）和威胁（T）竞争。这种 SWOT 分析，会揭示出在企业现有盈利能力和那些在市场上需要创造、保持或加强一种竞争优势之间存在的不匹配。

波特的模型在评价企业希望进入市场的吸引力和战略实力的未来结构方面也是有用的，正是这种结构决定企业做出的战略抉择。

2. 市场进入的公司战略

从战略地位和战略选择分析出发，一家企业要选择一个专门的服务市场。市场进入模式是在几种选择中做出一种选择：组织增长、收购或者战略联盟。市场进入模式的选择取决于以下主要因素：

目标市场的目标水平。

在新开发区（组织增长）投资的起步风险。

对组织增长来说，组织资源的适应性。

获取潜在增加值的能力。

进入速度的优势。

假如在目标市场上的竞争水平已经很高，存在过剩能力，建立新的生产能力可能会受到现存生产者的报复。在这种情况下，收购一家已有的企业将会减少报复的风险。新建一家企业，通常比收购一家正在经营的企业存在更大的风险，或者由于其它原因行不通（见案例研究 3－1）。然而，新建企业会避免收购带来的整合问题（见第四章）。

如果一家企业在目标市场上不具备有效竞争所必需的资源和能力，它就只能通过收购或者战略联盟来获取这些资源和能力。一家企业从进入新市场来获取增加值的能力的大小，取决于进入的组织形式。通过组织成长方式进入市场，企业获取增加值的能力最大，而收购、战略联盟和合资企业要实现这一点则相当困难。

案例研究 3－1　赛思贝瑞公司（Sainsbury）选择在苏格兰进行收购达到新开发区投资。

当泰斯克公司（Tesco），英国食品零售商，以 1.54 亿英镑提出收购威廉芬，一家苏格兰食品零售商时，赛思贝瑞公司以 2.10 亿英镑报价加入了收购者的行列。赛思贝瑞公司在苏格兰拥有 4 家商店，希望迅速并相对廉价地增加自己的市场份额。它的打算因地方当局以超过计划允许为由加以反对而受阻，这就阻止了它的扩张。

资料来源：《金融时报》，1994 年 7 月 29 日。

收购是进入一个新市场最迅速的手段，当“时间对市场”变得重要的时候，收购则有其战略优势。然而，由于收购不得不支付给目标企业现有股东的控制溢价，所以，收购将会造成更高的费用。第十三章提供的经验数据表明，收购溢价通常是较高的。如果适宜的目标并不合适，收购也许是不可能的。所以，市场进入模式的选择需要建立在对上述各项因素详细评价的基础上。第十七章将讨论战略联盟。在这一章，我们讲述一种收购战略评价的框架。

3．作为战略选择的收购

一家企业做出的战略选择，可以表明其从事的收购类型和目标企业的概貌。市场渗透型战略表明收购的目标企业出售同样的产品，这就意味着进行横向收购（Horizontal merger）。伴随着市场扩张，跨国收购意在使目标企业成为收购企业现有产品的一种销售渠道。在产品扩张型收购中，目标企业出售互补性产品，所以合并后增加的产品可以在原有的市场出售。在多元化战略中，作为混合兼并（Conglomerate merger）的目标企业同现有企业业务毫无关联。案例研究 3－2 提供了包括横向的收购产品和市场扩张的例子。

案例研究 3－2　反映战略选择的收购

格林·金 （Green King，简称 GK）公司 1992 年以 1．04 亿英镑的价格提出收购同类型的酿酒商莫兰德（Morland）公司，GK 的战略是使其变成英国南部最大的酿酒商。当时 GK

在伦敦南部和西部经营，莫兰德公司在泰晤士山谷经营，所以两个公司是在互补性区域经营的公司。GK声称，此举会在两个公司之间形成一个合理的地区布局，收购将在产品种类、营销以及供应品的购买方面促成经济性。因为GK和莫兰德公司拥有互补的啤酒商标，GK希望在莫兰德公司周围出售自己牌子的啤酒，这将在莫兰德公司的区域内增加产品种类。GK预计同莫兰德公司合并后，每年可以增加250万英镑的额外利润，这将作为扩张集团股东的收益。

资料来源：格林·金（Green King）要约文件。

4．不同收购类型的价值创造

当一家企业实施一次收购时，它以“现货供应”的形式买到有形的和无形的资源和能力，所有这些都包括在一个独特的组织形式之中。一项收购也将收购者和被收购者两方联系在一起。

在收购兼并中，当两家企业的资源、能力和机会不协调时，会产生一种持续的竞争优势。资源包括营销优势、销售网络、研究开发（R&D）和生产能力过剩。其中某些资源是以战略资产，（例如市场力）和进入壁垒（例如经验形成或规模）形式存在的，正如以前早就指出的那样，一家企业特有的能力会是一种持续竞争的资源，这些能力包括企业的结构、创新能力和商誉。企业的结构体现了它的管理风格和不同于其产品的声誉、商誉。

在收购中的价值创造不同于这种价值的资源。收购中的价值创造有三种主要模式：接受捐赠模式、参与模式和共谋模式。

（1）接受捐赠模式

在这个模式中，收购者的资源和能力将转移到被收购企业。当这种转移改进了被收购企业的战略和财务绩效时，就创造了价值。这种价值创造方法的例子是，拥有精明强干和声誉卓著的管理层的收购者收购一家业绩较差的企业，例如汉森（Hanson）公司或者英国轮胎橡胶（BTR）公司。在这个过程中，收购者必须同各种转移抵触综合症反复作斗争，因为被收购企业不愿意这种转移。

（2）参与模式

在这个模式中，两家企业的资源和能力合并在一起，这种合并是两种方式的交换过程。两家企业相互作用，相互学习，这种合并能够更加有效地利用两家企业的资源，提高其合资企业的生产能力，从合并中获得机会和规模经济。

（3）共谋模式

这种模式涉及到战略资产的合伙经营，凯将战略资产定义为造就一家企业竞争优势的市场结构特征。在这个模式中，两家企业在一项收购中走到一起，创造或者加强那些战略资产。共谋模式的例子包括卡特尔、纵向联合和特许权。战略资产的增加是持续竞争优势和附加价值的源泉。

（4）价值链分析

价值链分析一般在业务单元的级别上进行，它试图确定一家企业活动的成本结构。波特将企业定义为是“设计、生产、

市场、传递、产品支持活动的集合”。这些活动的每一分子构成了企业成本结构。其中有些活动，例如设计和消费者的支持，显示了一家企业同他的竞争对手的区别。

一个价值链代表将总产出的价值（销售收入）分解成为组成利润差额和成本，图 3－5 显示的成本主要分成基本活动部分和支持扩展活动部分。这些成本继而分解为各种各样的功能性成本，基本活动是产品销售、转移给购买者、售后服务等创造价值的直接部分。企业价值链的研究能使管理者理解成本的构成，也可辨认可能的差别资源。

根据波特的论述，一家企业通过他的价值链差异保持竞争优势。以成本为基础的竞争优势（例如，最低成本生产者）可以反映在价值链上，例如企业运营的规模经济。

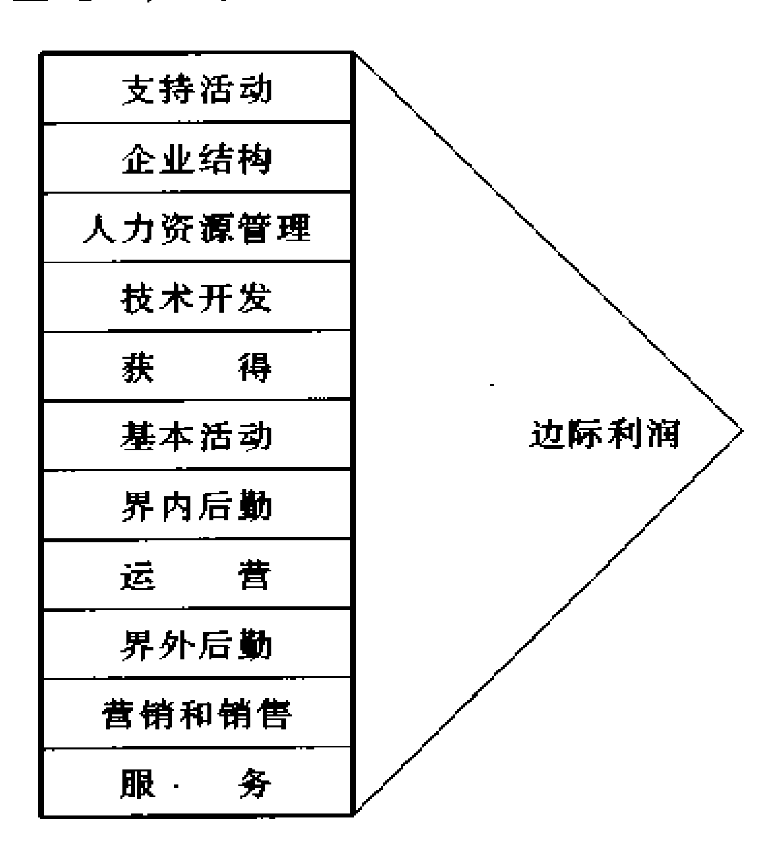


图 3－5　制造企业的价值链

类似地，产品的差别化作为一个竞争优势也反映在价值链上，例如技术的开发。一家企业通过重组它的价值链能创造或者改进它的竞争优势。凯所说的一家企业独特的能力可以归结为波特的价值链。例如，创新明显地同技术开发相关。

5. 收购的价值链分析

在收购过程中，收购者主要关心两个价值链——他自己和被收购者的价值链。当两个价值链重组以便创造或改善合并后企业的竞争优势时，就会领悟到从兼并衍生出的参与综合症。重组过程涉及改变一家或两家企业的价值链，改变价值链相应地需要涉及改变两家企业的组织结构。完成兼并的难易程度取决于定义企业组织的政治和文化程序。

不同类型的价值创造逻辑会导致不同类型的收购，兼并企业和被兼并企业的价值链重组方法都是依赖这个逻辑。例如当价值创造逻辑是指两家企业合并后达到规模经济和生产设备合理化与整合时，价值链的运营成本将下降。收购者试图将被收购企业的产品通过自己的销售网络大量出售时，被收购企业的销售成本将下降（见上面案例研究 3－2)。

混合兼并的动力在于预期资本成本的减少。在这种情况下，企业的基础成本将下降。在其它情况下，被收购企业经营活动的某些部分被认为是多余的，例如 R & D 和设计能力。假如这些活动被终止，被收购企业的包含价值链的支持活动将被减轻。假如收购是以财务控制和提高效率为目的，随着总部人员和其它中心功能部门的缩减，被收购企业价值链的基础元

素将减少（见案例研究3－3）。

案例研究3－3　汤姆金斯公司对RHM公司的收购计划

汤姆金斯，一家在食品工业没有经验的英国混合公司，1992年以9.35亿英镑收购了RHM公司，一家面包和食品集团。它改进RHM利润计划，包括以下几点：

关闭RHM总部。

使产品合理化。

改变公司的管理结构。

取消某些RHM品牌。

资料来源：《金融时报》，1992年9月11日。

价值链的任何变化都将反映在收购者的收益、成本、边际利润和被收购者的投资需求当中。这些变化代表着因收购而引起增加的现金流量的资源。如果有财务综合，资本成本也将会减少。在新资本成本下增加的现金流量的数量等于因收购而增加的价值。为了估计增加的现金流量，收购者需要将价值链变化同收益、成本和现金流量联系起来。第九章将讨论如何在增加的现金流量基础上评价潜在目标。

6．收购的标准和目标描述

在随后的战略地位和战略选择分析中，一家企业对能帮助其达到战略目标和创造价值的某些目标企业特别关注。所以，收购者可以制定出收购标准和期望的目标企业名单。收购标准

将不是一个“希望名单”，因为不可能有潜在的目标非常适合这一名单。如案例研究3－4所示，积极的收购者的收购标准是一种其正在进行的战略策划和反省的副产品。

案例研究3－4　布克公司对目标选择的收购标准

布克（Booker），英国食品销售和制造商，制定了三个收购标准：

①协同效应——兼并应获得可观的收益。

②战略效应——目标企业应在增长的市场中占有主导地位。

③简单性——收购应不涉及大规模的重组或重建。

瓦塞尔公司（Wassall）

Wassall，收购型混合体，有六个目标企业应满足主要的收购标准：

①目标企业应是已建立销售渠道的市场主导者。

②目标企业出售日常使用的低技术产品。

③目标企业具有有效的资产（例如购买价格有目标资产支持）。

④目标企业应有资金增长潜力。

⑤目标企业的业绩低于产业标准。

⑥目标企业投资不足。

上述标准，Wassall在其最近的2.7亿美元对美国企业通用元件公司的收购中加以应用。

资料来源：《金融时报》，1994年6月5日。

7. 小　结

本章，我们将收购兼并重要性置于企业的发展和业务战略这一广阔的范围内讨论，企业是否采取收购，以何种形式收购是企业的战略目的。收购的战略分析通过价值创造逻辑和价值创造来源的明确化也得以加强。

收购战略分析框架已经提供。用这些模型可以推导出这一框架，收购者应发展充分满足收购标准的潜在目标公司。

本章也涉及了有关收购的数量经济和财务领域，并进行了严格的分析。但宽松的、非数量化的分析通常比严格分析更重要。这些不确定的因素包括收购企业和目标企业的政治和文化领域。下一章我们的注意力将转向这些因素。

参 考 文 献

[1] Angear, T. R., and J. Dewhurst (1989) *How to Buy a Company*, Director Books.

[2] Hamel, G., and C. K. Prahalad (1994) *Competing for the Future*, Harvard University Press.

[3] Kay, J. A. (1993) *Foundations of Corporate Success*, Oxford University Press.

[4] Porter, M. (1985) *Competitive Advantage*, Free Press.

[5] Rappaport, A. (1986) *Creating Shareholder Value*, Free Press.

四、收购的组织效率和人力资源

上一章叙述了收购兼并的战略分析框架，这个框架对于企业运用各种手段达到战略目标所进行的收购兼并选择是有用的，它产生了挑选收购兼并潜在候选人的选择标准。本章讨论的是企业内部有关收购决策程序的各种观点。

理解收购决策程序是十分重要的，因为它影响了收购决策的质量和收购价值创造逻辑。收购后整合的成功，至少部分取决于在收购决策阶段价值创造逻辑蓝图设计是否详细、清晰和深谋远虑。在某些情况下，决策程序有缺陷，会减少成功收购的机会，直到目标企业同收购者成功地整合，收购的价值创造潜力才得以发挥。我们将描绘不同类型的整合方法，强调收购战略理性的选择具有偶然性。整合的一个重要方面是，收购和被收购企业的企业文化的整合。本章要解释的是收购文化风险概念，并指出其在整合过程中的含义。描述收购兼并的人力资源问题，强调收购者需要对此小心从事。

1. 收购程序模型

一次收购或兼并涉及三个阶段：准备、谈判和整合。图4－1显示了每个阶段涉及的各种步骤，第二阶段是一个由目标

公司、收购公司的顾问和银行家等参与的技术和交易阶段。由于这一阶段收购公司组织十分外在化，所以在稍后的章节讨论。本章主要集中在第一阶段和第三阶段的组织方面。

(1) 制定收购决策

哈斯波斯拉夫（Haspeslagh）和杰米森（Jemison）比较了制定收购决策的两种程序——以理性化为基础的程序和以组织化为基础的程序。图 4－2 列出了制定收购决策的传统的理性化程序。这种程序是建立在对收购建议进行严格的经济、战略和财务评价的基础上的，并评估了由此产生的潜在价值创造能力。

第 一 阶 段
●收购战略、价值创造逻辑和收购标准的开发 ●目标企业搜寻、筛选和确定 ●目标企业的战略评估和收购辩论
第 二 阶 段
●收购要约战略的发展 ●目标企业的财务评估和定价 ●谈判、融资和结束交易
第 三 阶 段
●组织适应性和文化的评估 ●整合方法的开发 ●收购者和被收购者之间的战略、组织和文化协调 ●结果

图 4－1 收购的三个阶段

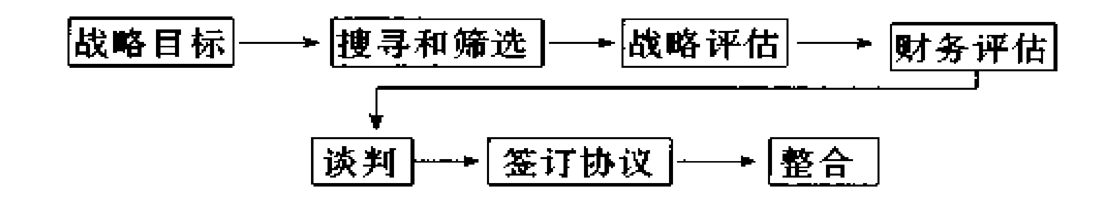


图 4－2　收购的理性化观点

收购的辩论是从战略目标角度，阐明收购如何服务于这些目标以及价值获取的来源等理性化程序的一个重要方面是强调收购预期成本和收益的数量化。

以理性化的观点来看，收购企业是一个黑箱，从黑箱中输出的是企业对收购决策的一致通过。在企业内部各种各样参与者诸如高层管理者、生产管理者和不同功能部门的管理者的任何不协调都会被巧妙地调停好。这些参与者将最忠诚地做出全面承诺，承担决策结果，所以收购是理性决策程序的结果。收购企业被视为一个不可分离的、整齐划一的决策单元。

(2) 组织程序观点

与理性化模型不同，组织程序观点认为组织化与收购前决策与收购后整合阶段都密切相关。这种观点将软思维分析加入到理性化的战略导向方法之中，对黑箱进行透视。在这种观点下，收购程序的第一阶段起始于收购论辩的思想和发展。制定收购决策程序是一件会产生大量问题的复杂事情，所以对这一程序必须精心管理，企业必须有为这样的管理设置的必需的组织结构。一个大企业收购决策程序以四种潜在的因素为特征，四种因素并不是互相排斥的，而是互相联系的：

不同的管理者对收购存在着不同观点。

决策的不断升级，会冲淡决策质量。

不同的管理者对收购收益有着含糊不清的预期。

在投票支持收购时，管理者动机存在多元化。

(3) 程序特征化的影响

由于评价一项收购是复杂的、由多种方法组合的实践活动，不同部门的专家，如财务、R&D、营销、人力资源、环境监测和反托拉斯法等专家，都要对收购做一个评估。每一个专家的分析都往往局限在自己专业的范围内。有时如果收购者缺少某一领域的专家，他就会聘请一些外界顾问。

这些不同专家组之间的交流是有限的。由于收购的复杂性和专家数量的庞大，使专家看法的组合变得困难。结果主持收购的高层管理者把目光集中在容易进行迅速交流的问题及数量化的因素上。如果外界的专家例如投资银行家被介绍进来，分歧将加重。

这种以自我为中心的观点，可能引起人们更多的关注，而对于收购后整合成功问题缺乏注意。例如，收购是高层管理者的设想，而没有经营层管理人员的积极参与，尽管后者更熟悉收购的具体情况。

因此，一个被收购企业通常具有不同的能力和机会，但并不是参与收购决策的所有管理者都能充分认识到这些以及他们对收购企业实力的影响。所以，他们提出了一种收购潜在性的部分观点。

案例 4－1　英国轮胎橡胶公司了解收购后的华克·西德莱公司

英国轮胎橡胶（BTR：British Type and Rubber）公司是一家经验丰富，颇为成功的英国收购型公司。1991年，它出资15.5亿英镑以敌意收购方式收购了一家工程公司，即华克·西德莱（HS：Hawker Siddeley）公司。尽管出价是在对HS公司持续几个月的集中研究后做出的，然而BTR公司发觉它并未全面了解HS公司，它放弃了创建全球性电子工程业务的建议，这表明HS公司比BTR公司更加了解自己的业务。BTR公司也放慢了它的收购前整合计划，直至它对HS公司有更多的了解。

资料来源：《金融时报》，1992年11月3日。

在友好兼并中，收购经常会加速自身的发展。此外，敌意兼并可以生成一个温室效应。管理者时常会发现收购过程充满着乐趣，像追逐猎物那样的既充满危险又不断前进。多数情况下，收购为外部顾问，例如商业银行创造了需求。这些外界的顾问在结束交易方面有一个动机，特别是如果他们的收费事先不固定，而决定于收购是否成功时。如此的激励将增加收购企业管理者的压力（见第七章）。这些压力倾向于减少外界对收购的关注（见案例研究4－2）。

管理者在制定收购决策时，也有其它种类的压力。他们也许已经在一项收购中为自己的声誉下了巨注。由于害怕来自失败的指责而小心谨慎，另一方面，收购成功会扩大他们经营的业务规模，并增加他们在事业上的成功和补偿水平（见第二章）。

管理者额外担心的是，如果收购决策被拖延下来，风声一

旦传出去，企业的竞争对手也许会制造一个先发制人的收购要约，增加目标企业的拍卖机会，导致最终的要约溢价提高。更严重的是，收购动向披露后会遭到赌金保管者例如雇员的反对，因为从效率化和理性化的角度考虑收购的动机，他们会认为收购将会使自己丢掉饭碗。

案例研究 4－2　顾问给要约人增加压力

在对 80 年代中期进行的 40 家英国收购者的收购经验调查表明，一些刚刚出道的收购者主要依靠他们的商人银行顾问，许多收购者对他们的银行家的操纵交易过程和收费表示不满。从事美国收购的英国收购者对银行家喋喋不休的话语和在友好兼并中每一方都捞一把的作法非常厌恶。有些收购者也尖锐地批评他们的银行家们对其业务缺乏了解，据一家收购者讲，“一旦财务顾问进入胜利/失败的境地，对一项成功谈判都将是潜在的灾难。”

资料来源：亨特（Hunt，1987：25）

收购建议一般在内部“出售”给不同层次部门的管理者，在出售收购构思过程中，一直拥护收购的管理者和认为可以从收购中获益最大的管理者，会向那些下属管理者大肆渲染收购的吸引力，而对与收购相关的潜在问题则轻描淡写。这种信息的不对称性会使不同的管理者产生不同的收购价值预期。

这种对预期的模糊认识可以被收购发起人巧妙地用来宣传这种构思，并赢得其他管理者的支持。但实现这些模糊预期的任务却留给下属管理者，而他们本身并未参与收购谈判。虽然

这种认识上的模糊易于使人们意见一致，但它却会导致收购后的整合不顺利。

出售收购建议基本的政治程序，会使这一过程中的不同参与者产生各种想法。在收购后期，这些想法导致人们在优先权和资源配置上争执不休，减弱整合过程的有效性。例如，在同一收购中，通过生产能力的合理化，产品开发，销售网络的兼并或垂直整合等创造价值。当不同的管理者对引起的这些变化负责时，他们必须在如何加快和按顺序必须达到等问题上协调一致。

收购者的资源配置计划的方式对收购决策的质量有很大影响。具有较高配置效率的公司能以更有效率的决策处理收购。这种资源配置的特点包括具有一个长期战略导向，由公司任命高层管理者，采用分析的方法而非政治方法，充分听取众人意见而不是“一言堂”。

2. 制定收购决策的管理

在一些公司中，收购决策程序同正常的公司计划程序分别设立，对一个单独的收购部门的需求取决于收购活动的期望水平，预期收购的复杂性和多变性，以及发起和执行收购的管理者先前的收购经验。

收购部门，如果分开设置，最有可能被安置在公司这一级。在业务单位水平上，单个的收购会让业务单位的管理者处理，但需要公司级的高级管理人员批准和监督。

（1）收购工作组

在某些大公司，例如ICI公司，公司级的收购任务通常由一位收购管理者领导的收购工作组来执行。收购部门发挥多种作用，虽然从本质上它不充当收购决策的最高权威，但它充当的都是推进作为达到一家企业主要公司和商务战略目标手段的收购的通道和催化剂。

工作组需要提前行动，寻找收购机会。服务于某一中心思想，作为收集来自企业内部和外部思想的一块净地，通过日积月累，工作组就会变成一个在收购关联事件和确定收购机会，评价收购机会和交易谈判等方面技能的陈列室，教训、经验和智慧的仓库。最终，工作组会作为内部的咨询专家从事专门收购。

收购工作组必须由经验丰富和威望卓著的管理者组成，以便工作组赢得执行管理者和董事会的尊重。作为收购经验和知识的普及者，他们也必须成为与管理者和睦相处的人。

（2）专门工作组

对于一项特殊收购，一个专门工作组将组成，它包括业务单元的管理者和公司级别的管理者。在专门工作组中，公司收购部门的参与对解决与收购决策相关的大部分问题都有好处，它能消除对预期的收购详加考察所引起的意见分歧。它能够控制收购过程的发展，减少不同管理者预期和目标连接的不确定性。收购工作组的作用在1991年BTR收购华克·西德莱公司案例中一清二楚 （见案例研究4－3）。

案例研究4－3　BTR公司在收购华克·西德莱公司中的

收购工作组

早在提出以15.5亿英镑收购英国工程集团华克·西德莱公司（HS）之前，英国的联合企业BTR公司就组成了一个由30名高级管理人员组成的工作组。他们对HS公司详加研究数月之久，在BTR公司取得成功的数周之前，工作小组的管理者就已经被安置到HS公司的七个业务分部，直到收购要约将他们在上述部门同样职位恰当安排之后。如此安排的每一个管理角色都是“一个管家、神父、顾问但不是老板”。此外，它的用意还在于让HS公司的管理者与BTR的人互相了解、熟悉。

资料来源：《金融时报》，1992年11月3日。

通过公司收购部内部与收购相关的专家和技能的积累，公司能够具备一种在公司控制市场上获得竞争优势的独特能力。通过加强企业实施收购的可靠性，企业的收购部门能够确保避免对目标公司超额支付，并提供一个成功性整合的机会，这就是作为数额庞大的和频繁的收购者的瑞典的伊莱克多鲁克茨，英国的汉森和汤姆金斯公司的实力所在。

3. 收购后整合过程

在收购程序上，这一阶段是收购在价值创造上成功与否的最重要的决定因素。正如第三章指出的那样，价值创造通常取决于收购企业和被收购企业之间的战略能力的转移。附加价值的源泉主要有四个方面，而其中三个都已包含在收购和被收购

企业之间的一些能力转换上。这三个方面需要经营资源的共享、部门功能技能的转移以及一般管理技能的转移。第四个方面则是相关的规模，它是相对于合并前企业而言，合并后整体规模增加，这些能力收益的理论见表 4－1。

整合的范围取决于两家企业之间的相互依赖程度。整合的进度取决于被分享或转移的能力的类型。经营生产能力的合理化，通常比部门和管理层技能等的转移快得多。

(1) 战略上的互相作用和相对独立性

在收购背后的战略价值创造逻辑表明，在一个单个组织结构或其内部，企业有可能被兼并，或者维持企业内部正常活动。对战略相互依赖性需求和被收购企业自治需求之间的交易，以图 4－3 表示。两个极端的情况是完全的保护和完全的吸收兼并。大多数收购需要一个互相依赖和自治的混合体，这种分类导致四种类型的收购后整合：资产组合管理，保护、共生和吸收兼并。

表 4－1　在价值创造收购中的战略能力/规模收益类型

能力/收益类型	特殊可转换能力/收益
经营资源分享	销售能力、生产设备、商标、品牌、销售渠道、办公条件
功能技巧	设计、产品开发、生产技术、材料处理、质量控制包装营销、激励、培训和组织惯例
一般管理	战略方向、领导关系、洞察力、资源配置、计划和控制、人力资源管理、同供应商关系、激励职员的管理风格
规模收益	市场力、购买力、财务资源的增加、风险的分散化资本成本的降低

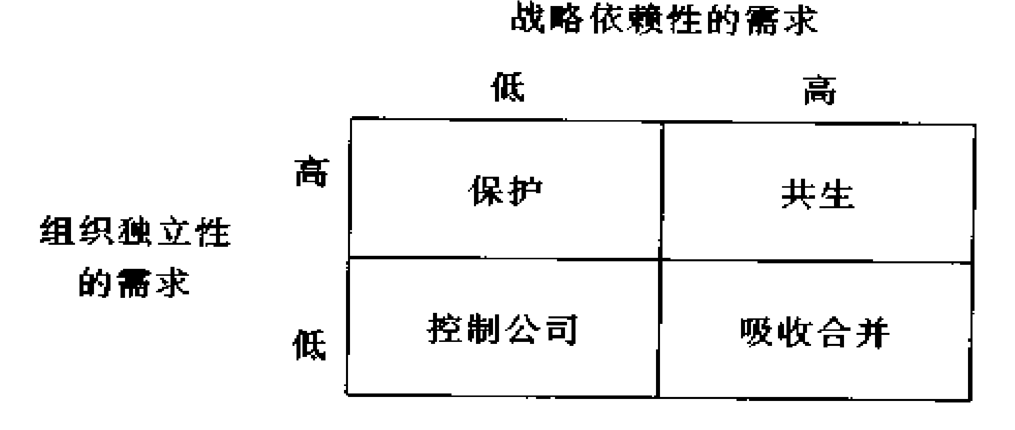


图 4－3　在整合中的战略互相依赖性与独立性

在吸收合并情况下，整合意味着两家企业长期形成的营运、组织和文化一次全部融合。在保护性收购中被收购者有较高的独立性需求。收购者必须以公正的和有限干预的方式来培养被收购企业的能力，例如财务控制能力。与此同时，允许被收购企业全面开发和利用其自己的能力。在共生型收购中，两家企业由最初的共存逐渐变成了互相依赖。以共生为基础的收购在两家企业之间需要将保护和渗透同时并举。

收购企业的管理者选择适当的整合方法将开发出两家企业保持持续竞争优势的能力。在吸收合并方法中，经营资源需要共享以消除重复。在衰退行业中，旨在降低衰退产品生产能力的收购需要采取吸收合并方法。在一个保护性收购方法中，仅仅是一般的管理技巧被转移。一项混合型收购是以此方法开展的。

在一个共生型整合中，没有运营资源分享之事，但存在许多功能技巧的转移。为了生产多媒体产品，一家电信企业收购一家计算机企业，需要在企业各自的界内互相保护。例如，

1991年AT&T，电信巨人，收购了一家计算机企业NCR之后，允许NCR从事所有与计算机有关的活动，但也共同开发"计算机通信产品"（《金融时报》，1993年1月27日）。

不同水平的两家企业的战略能力转移会产生大量的相互影响，需要两者组织之间和两个企业全体员工之间界面的管理，这种互相影响的过程也就是一个针对两家企业互相学习和依次调整原始的收购计划的过程。

仅确定转换的能力是不够的，还需要创造出一种引导这种转移的氛围。如果由于收购前制定决策的粗略和低效率，导致能力转移不适当，必要的氛围没有形成或者界面处理不当，那么整合过程带来的价值毁坏对比价值创造有过之而无不及。

4．整合的政治文化透视

斯科瑞森等提出了一个模型，这个模型认为为了达到收购者的价值创造目的，收购企业和被收购企业的价值链需要重建。其重组有三个方向：技术、政治和文化。技术的重组类似于已在上面讨论过的能力转移模型，对一个价值链的元素有不同的影响。

然而，价值链不仅仅意味着技术组合，它也是"一个社会互动和政治关系的组合。"这些代表了影响人们行为的能力和动机的非正式的程序和体制。一个管理者的地位、权力和影响力，并不完全是由他或她的正式的和官方的头衔所获得。在执行整合中，收购企业应该对这些政治关系详加考虑，如被收购企业的雇员是否感到被蔑视或者受到不公正待遇等。

一个组织的文化，包罗在集体价值体系、信仰、行为规范、理想、迷信以及宗教礼仪之中。他们是激励人们产生效率和效果的源泉。表4－2列举了四种不同组织文化类型，在汉迪（Handy）的可爱的管理神殿中，四种文化类都有他们自己的保护神宙斯（代表力量），阿波罗（作用），雅典娜（任务）和狄俄尼索斯（个人）。

表4－2　组织文化类型

类　型	主　要　特　征
力量	基本上的独裁者，对挑战进行镇压，强调个人决策比组织决策更重要
角色	官僚的和等级森严的，强调正式规则和程序；重视迅速、有效和标准的消费者服务
任务/成就	强调团队精神，任务决定工作的组织，灵活性和工人的自主性；需要创造性的氛围
个人	强调平等，寻求个体成员个性的培养

卡特瑞特和库波（1993）认为，下列因素可能在决定兼并结果方面是重要的：

合并组织、给定目标之间存在的文化适应程度：也就是说，文化适应的模式是文化融合、替代还是保持文化独立。

●收购事件对个体的影响：即收购过程及其持续性产生的压力的程度和规模。

恶劣的文化适应或者互相对立都可能导致严重的不完整，不确定性和文化模糊，这些是组织成员可能体验到的压力。这种重压式的经历会导致道德的沦丧，责任的丧失，迷惘和绝

望，对组织行为产生障碍性影响。但卡特瑞特（Cartwright）和库波（Cooper）对那种在特定文化类型之间的兼并将是一场灾难的说法不以为然。他们认为，不同文化背景的兼并也可能是一个美满的公司联姻（见表4－3）。

表4－3　在文化融合基础上美满的和糟糕的公司联姻

收购者的文化	在联姻类型中潜在合伙人的文化		
	美满的	有问题的	灾难性的
力量	——	力量　角色	任务个人
角色	力量　角色	任务	个人
任务	力量　角色　任务	个人	——
个人/支持	所有类型	——	——

大卫（Daid）和辛格（Singh）认为，收购文化风险，一种是对收购企业和被收购企业之间文化对立和距离的测定，另一种是阻碍两种文化有效融合的能力。在评价一项收购的适应性时，除了战略问题以外，收购企业必须考虑文化风险。一般来讲，两个企业之间存在文化差异，他们通常在组织文化方面有所差异，也在职业文化（例如科学家与会计师）和民族文化方面有所差异。然而，收购文化的风险取决于以下几种可能性：

●运营整合是否发生；不同类型的综合暗示着不同程度的风险；运营整合增加了风险。

●分支机构的整合。在一个企业内部存在着从属文化，例如，以任务为目标的研究和发展部，同以角色导向的服务部。

●收购企业采用的整合模式。

不同的公司对文化分立的忍耐程度是不同的，例如，伊莱克多鲁克，瑞典的跨国公司，在不同国家开展了大量的收购。它的整合方法已经被接受，甚至保持了被收购公司的文化的统一性。它倾向于保留企业的行政执行总裁，毫不含糊地给他经营权，谈判业务目标，依靠他们与之合作，将他们自愿地与集团其他的人结合在一起。案例研究 4－4 表明一些收购企业把重点放在人员身上。

案例研究 4－4 比彻姆公司（Beecham）的整合方法

比彻姆公司于 80 年代中期在欧洲完成了几个收购。它的整合政策以强调人力资源的重要性而闻名。

它认为，关键是认识到人是最重要的资产，充分考虑你正在打交道的人的感受、问题和态度。在做出任何业务改变之前，都应该查明业务持续活动的动力并发现人的优点和弱点。把这种发现同先前的假定和战略行动前收集的数据加以比较，草率地进行业务改变是一种机会浪费。

资料来源：英国管理研究所，1986。

5．整合中的问题

由于收购前的收购论证一般是建立在关于目标企业真实的财务、战略以及组织强弱等有限信息基础上的，它很少与收购后的现实完全一致。这就意味着收购前的预期方案通常不得不

为适应现实而修改，整合的过程也应该是足够灵活的，以适应现实的变化。

整合问题大概出自三个方面：宿命论、价值破坏和领导真空。持有宿命论观点管理者相信收购蓝图可以一成不变地完成，可以不考虑周围现实。他们似乎忘记了收购计划是建立在非完全信息基础上的，而且收购者在制定决策时通常迫于政治压力而作出一定的妥协。他们不认为，收购过程的完成是在收购企业和被收购企业之间互相了解的基础上发生的，收购程序基本上是按照互相了解来调整的。

宿命论导致了一个强硬的、非现实的整合计划，会在两个企业双方的管理者之间构筑敌意。他们并没有分享到收购计划所设想的能力转移或者转换的时间进度。这种敌意会在管理者中间酿成不合作态度，不利于形成一个健康转移的气氛。

如果整合双方的管理者和其他员工发现整合结果同他们的预期不符时，他们就会感到遭受了损失。因而从个人角度上看，这种收购是一种价值摧毁。这里所说的价值指管理者过去得到的补偿，包括金钱的和非金钱的，精神上的补偿。价值摧毁以收购后公司补偿的减少、权力的丧失或公司地位的丧失等形式体现。例如整合后，被收购企业的管理者所得到的职位可能会低于收购前的职位，他原有的资历可能得不到承认。

一个非常拙劣的整合方法会伤害目标企业管理者的感情，阻碍在两个企业管理者之间形成创造性互动以及必要的价值能力转移的信任和合作气氛的发展。一旦这种价值摧毁作用发生，再次顺利的整合已不可能。

最后，界面问题的处理需要收购企业的高层管理者具备有

韧性的和启发式的领导艺术。当整合的任务委任给两个企业的操作管理者，而又没有高层管理者参与时，整合过程很可能陷入互相争吵和指责中。高层管理者必须亲自理顺这种在整合过程中来自管理者集团的摩擦（见案例研究 4－5）。

案例研究 4－5　处理界面的重要性

亨特（Hunt）等人的调查表明，英国收购公司十分重视收购企业和被收购企业管理层之间的界面处理。他们认为，界面的处理过于草率，没有单个、全面的权威，后果是不可避免地出现各个部门之间的矛盾，不确定性和“双方在桌子上打架”。

一家收购企业的全体董事认为，“在第一年，我们有两个互相憎恨的管理层，许多人坐在旁边对整合进入公司的人，嗤之以鼻。”

整合过程的阶段：

整合过程分为两个阶段。在准备阶段，收购企业必须观察被收购企业的股票，在某些情况下，在任何职能部门或者管理层技能转移之前，为了正常运营的资本，收购企业不得不通过注入新的资本来加强目标企业的经营。

两个企业之间的界面必须小心处理，为此需建立一个界面领导小组。这个小组，由收购企业的一个高层管理人员、被收购企业的首脑以及一些必须的参谋组成，必须明确什么能力可能和必须并朝何种方向转移。小组必须阻止在两家企业之间各种意想不到的扯皮，这将降低转移过程中的效率。小组必须监

管互相影响的步骤，以提高其质量。

通常被收购企业的管理者的信心较低，看不到方向和目标。界面管理者有一个重要任务是通过灌输一个新的生动的强调收购的目的意识，来重新激发这些管理者的信心。他们也需要重新确立一个外部的市场焦点，以便竞争对手能注意到被收购企业已回到业务上来了。

整合过程的第二个阶段涉及到实际能力的移植。移植的模式和转移过程的时间取决于整合的类型——保护、共生或吸收合并。每一个整合类型都是以存在于过程核心的特殊任务为特征。

6. 小　结

本章相对于目标公司的战略和财务评估以及做好交易的谈判而言，对收购程序已经进行了反复强调。完成一个成功的收购需要涉及收购过程中的所有三个阶段——准备、谈判和收购后的整合——必须要以他们自己的效率理解作为相互联系的过程。我们考察了促使收购决策制定和收购整合的组织性的程序。收购决策程序的特点是，大量不同的问题会降低决策要求达到的质量。类似地，收购后整合过程也在收购企业和被收购企业之间产生文化排斥问题。本章也揭示了收购中人力方面的重要性及忽视他们的危险性。

参 考 文 献

[1] British Institute of Management (1986) 'The management of acquisitions and mergers', Discussion Paper 8.

[2] Cartwright, S., and C. L. Cooper (1992) *Mergers and Acquisitions: The human factor*, Butterworth-Heinemann.

[3] Cartwright, S., and C. L. Cooper (1993) 'The psychological impact of merger and acquisition on the individual: a study of building society mergers', *Human Relations*, **46**, 3.

[4] David, K., and H. Singh (1994) 'Sources of acquisition culture risk', in G. Von Krogh, A. Sinatra and H. Singh (eds.), *The Management of Corporate Acquisitions*, Macmillan.

[5] Handy, C. (1993) *Understanding Organisations*, Penguin.

[6] Haspeslagh, P., and D. Jemison (1991) *Managing Acquisitions*, Free Press.

[7] Hunt, J., S. Lees, J. J. Grumbar and P. D. Vivian (1987) *Acquisitions: The human factor*, London Business School.

[8] Jemison, D., and S. Sitkin (1986) 'Corporate acquisitions: a process perspective', *Academy of Management Review*, 11, 1, 145-63.

[9] Schweiger, D., E. N. Csiszar and N. K. Napier (1994) 'A strategic approach to implementing mergers and acquisitions', in G. Von Krogh, A. Sinatra and H. Singh (eds.), *The Management of Corporate Acquisitions*, Macmillan.

五、反托拉斯监管

从 1965 年开始，兼并在英国已经成为反托拉斯监管的中心议题。在此时期，英国政府的政策已经进入了一个不同寻常的阶段。虽然反托拉斯监管主要作用在于维持有效的竞争。但是，一段时间以来在决定一项兼并是否被批准时，许多有关公众利益的其它问题也被适当地考虑。本章，我们叙述英国反托拉斯监管机构的功能和政绩。我们也强调与监管过程有关的问题。

从 1990 年起，欧共体内部的企业兼并要受到欧共体的兼并条例控制。该条例是针对审批兼并杂乱无章的状况而颁布的。这样做的后果是在欧共体形成一个兼并监管的等级制度。欧盟（EC）将会对那些在欧共体范围内有影响的、非常大的兼并做审查，而那些仅对单个成员国有影响的、较小的兼并，则由所在国自己的反托拉斯监管机构去调查。

本章，我们将讲述欧共体兼并监管背后的机构分类，由欧盟做出的兼并调查的标准和程序，以及欧盟和各个成员国之间的司法机构。还将讨论这种监管兼并的“杂货店”式方法的局限性。

当一家英国企业试图兼并一家非欧共体国家（例如美国）的目标企业时，其收购要约将遵守目标企业所在国家的反托拉斯制度。在一些国家反托拉斯监管刚刚开始起步，而在其它的

国家反托拉斯法律则是极端的严格。收购要约人必须清楚地认识到，不同的制度将会影响到他们自己的要约。反托拉斯监管机构的干涉，不论在英国或者欧共体层次，至少在反托拉斯调查期间，会导致一桩对一家英国公众公司收购要约的放弃。我们也将讨论反托拉斯调查对一项收购要约过程的影响。

1. 英国反托拉斯制度

对兼并的监管是英国政府竞争政策的组成部分，其目的在于在英国国内的各种产品市场上维护一个有效的竞争。尽管从1848年开始，限制性的贸易活动都已经在政府的监视之下，然而，仅仅是在1965年《垄断和兼并法》颁布时，兼并才成为政府竞争政策的显著焦点。该法正式通过了一个对兼并控制的管理手段，即当一宗兼并被请求调查时，以垄断和兼并委员会（MMC）的形式去调查该宗兼并。其实，英国兼并控制制度对兼并的态度是中性的，它并没有武断地假定兼并本身是不受欢迎的。

通常，英国的兼并调查程序分为两个步骤。第一步是由根据1973年公平贸易法（FTA）成立的公平贸易局（OFT）做初步的调查。这一步将会促成一个给商务大臣（原先称之为贸易和产业国务秘书）的推荐书，使之要求垄断和兼并委员会做出一个更为详细的调查（第二步）。垄断和兼并委员会着手此项调查，并把报告提交大臣，然后，由他决定接受或者拒绝委员会的建议。

(1) 公平贸易局和它的职责

根据公平贸易法成立的公平贸易局，是针对英国所有兼并建议或者实际兼并，设立的一家独立的监护和监管公平竞争的机构。从对一个兼并或兼并建议最初的审查开始，公平贸易局就须决定该项兼并是否有资格被提交垄断和兼并委员会进行审查。一项兼并所包含的交易主要是一家企业试图取得对另一家企业的较大或较小控制权。当所有的下列条件满足时，这项兼并就是一项值得调查的兼并案例：

①很明显，兼并将导致两家或多家企业倒闭。

②其中至少一家是英国或英国控制的公司。

③假如一项兼并已被完成，那么它是在提交公平贸易局之前的最近6个月内，就已经发生。

④ (a) 兼并企业合并在一起的市场份额将超过25%（市场份额测试），或者

(b) 被收购企业的净资产帐面总额超过7000万英镑(规模测试)。

尽管公平贸易局来裁决一项兼并是否具备推荐给垄断和兼并委员会的资格，然而并不是符合标准的每一例兼并都作为提案推荐给垄断和兼并委员会。公平贸易局的推荐不存在简单和可推测的尺度。公平贸易局是根据每一案例的是非曲直而对其裁决的，因而它必须估量某一兼并作为一项提案存在是否有充足的理由。公平贸易局根据下列因素，考虑所建议兼并的影响：

①英国国内的竞争。

②兼并企业的效率。

③就业和产业的区域分布。

④英国企业的国际竞争实力。

⑤国家战略利益。

⑥作为一种融资方法的结果，兼并企业今后的生存能力。

⑦被兼并企业被改组的范围。

在考虑了上述因素后，公平贸易局剩下的问题就是考虑政府的政策了。在过去的多年里，政府在强调竞争和非竞争之间出现过几次反复。在 1965 - 1973 年这段时期，政府为了提高本国企业的国际竞争力，鼓励英国企业之间的合并，政府的目标是建立一种“国家的竞争”。这种情况下产生了一个对兼并“仁慈的中立”政策，从而削弱了英国国内的竞争。

在 1974 - 1983 年这段时期，上述政策有所改变。许多兼并包括混合兼并，都受到了详细审查，其中一些兼并最后未被批准。1984 年，国务秘书诺曼·泰比得 (Norman Tebbit) 解释了，为什么强调竞争是作为给垄断和兼并委员会提案的首要标准的原因。不久，据此至少有两个提案被完成，因为这两个兼并的融资安排都是高度杠杆融资。一件是 1985 年艾得斯 (Elders) 公司对联合利龙 (Allied - Lyon) 公司的收购案，另一件是 1986 年海湾资源和化学公司对帝国大陆燃气公司的收购案（见第十一章杠杆收购)。最后前一案例由垄断和兼并委员会批准，后者作为提案后则自动放弃了。不过最近，政府似乎对纯粹竞争的方法有所冷淡（见案例研究 5 - 1)。

尽管并没有一家权威机构强迫兼并企业向公平贸易局通报他们的兼并情况，对公平贸易局做出他们的推荐也没有时间限制。然而，在实际工作中，公平贸易局总是竭尽全力尽快完成

他们的评审。对待一家上市公司的收购要约，他们还要照顾到《城市收购和兼并守则》中的时间表。在遵循该守则的情况下，一个收购要约的时间间隔则由垄断和兼并委员会来决定。

总之，在对兼并的监管程序上，是由商务大臣来接受公平贸易局的推荐。不过，公平贸易局推荐后被否决的例子很少，相对来说，十分罕见。仅有的一次是在阿托斯（Airtous）公司收购奥尼斯·阿波特 （Owners Abroad）公司的案例中发生的。由于这桩兼并案会提高旅游行业的集中度，因而当时遭到了该行业里小型企业的激烈抨击。

案例研究 5－1　赫赛尔廷（Heseltine）先生否决来自公平贸易局的建议

在 1993 年初，阿托斯公司以 2.5 亿英镑的出价向其竞争对手奥尼思·阿波特假日公司提出敌意收购要约。两家公司是英国第二和第三大的假日公司。此项收购完成后，将会形成一家拥有在 25％－30％之间市场份额的公司。公平贸易局判定这项收购会引起严重的竞争问题，于是建议由垄断和兼并委员会做出调查。然而，当时的商务大臣赫赛尔廷先生拒绝了公平贸易局的建议，允许收购继续进行。

资料来源：《卫报》，1993 年 2 月 25 日。

(2) 垄断和兼并委员会

垄断和兼并委员会是一个由全日制主席领导的独立的顾问实体，它包括大量的业余委员，担任这些委员的是商人、律师、经济学家、会计师和其他专家。对待一个推荐的案例，垄

断和兼并委员会的首要任务是进行兼并案例的资格调查。该委员会必须用下列标准，决定一项兼并在全国或者区域内是否不利于公众利益：

①英国国内有效竞争的维护。

②消费者利益的提高。

③促进成本的降低、新技术和新产品以及新的竞争者。

④英国就业/工业布局的平衡。

⑤提高英国公司的国际竞争实力。

垄断和兼并委员会做出的评价是经过慎重调查研究的，而非敌意的。事实上，对其并不存在明确的论据、程序或者公平的尺度。非正式和灵活性是垄断和兼并委员会行动的特点。

垄断和兼并委员会可以对一项兼并，作出下述三种结论：

●兼并并不妨碍公众的利益，所以可以被允许进行或者完成。

●兼并会影响公众的利益，所以将被制止。

●兼并在经过对其中对竞争有影响部分的修改后，将被允许。

垄断和贸易委员会做出的兼并不影响公众利益的结论对商务大臣的判断有约束力。但在另一方面，商务大臣又可以无视垄断和兼并委员会的建议：发现一项兼并是不影响公众利益的，不允许该兼并继续进行。这种推翻垄断和兼并委员会建议的结论的做法，也是一件极为罕见的事情。仅有的例子发生在1982年渣达（Charter）联合公司对安德森·斯瑞斯科利德（Anderson Strathclyde）公司的收购案例中。案例研究5－2提供了一项被有条件的批准的兼并例案。

案例研究 5－2　联合利龙斯公司和卡尔斯贝格（Carlsberg）公司兼并案

1992 年，联合利龙斯公司和卡尔斯贝格公司提议，将卡尔斯贝格公司的一家英国啤酒厂和联合利龙斯来自卡尔斯贝格—泰特利（Tetley）的五家啤酒厂合并。合并后的企业将具有 10 亿英镑的销售收入和啤酒市场 18％的市场份额，形成英国啤酒工业的第三大企业。垄断和兼并委员会在调查过该项合并建议后的结论是，该项合并是有意义的，对小型啤酒生产商和独立的销售商不会产生大的敌意影响，建议有条件的批准。

联合利龙斯公司和卡尔斯贝格公司提出如下承诺：对卡尔斯贝格公司已存在的消费者的供应将不会削减，而同联合利龙斯公司订货商的供应合同从 7 年减少至 5 年。联合利龙斯公司也同意同其联系紧密的 400 家订货商保持自由关系，以便他们能够从他们自己选择的供应商获得更大的利益。有了上述承诺，这项兼并建议就被批准了。

资料来源：《金融时报》，1992 年 11 月 28 日。

（3）公平贸易局与垄断和兼并委员会快车道的调查

根据 1989 年公司法，英国政府引进了一种快车道的程序。它要求对一个提交给公平贸易局的公开宣布的收购要约提供自愿的事前认证，并由公平贸易局提供一个有时间界限的调查过程。根据快车道程序，公平贸易局必须在 20 个工作日（考察期限）做出它的参考推荐。不过，在有关的信息未被提供的情况下，允许最多被放宽至 45 个工作日。

对在做出一项正式和公开的收购要约之前，前来咨询的一些潜在的收购者，公平贸易局也向他们做出令人信服的指导。这能促使兼并方估价其兼并的前途，并在必要的情况下修改他们的兼并建议。然而，这种令人信服的指导并不是以后发生事情的保证书，因为公平贸易局的推荐书仅仅是在兼并被宣布之后，并且有机会从第三方取得意见的情况下做出的。

另一条加快兼并批准的途径是商务大臣的系统，他可以从兼并公司那里接受合并和强制性的剥离承诺，代替公平贸易局所做的推荐。这种承诺必须根据公平贸易局的特别建议，对那些有碍公众利益的负作用加以补救。当要约人给出可接受的承诺时，兼并就可以避免提交给垄断和兼并委员会，收购要约的时间中止阶段将会减少。

合适的承诺是可以同公平贸易局磋商的（见案例研究 5－3）。一旦接受这些条件，公平贸易局的监查人员会遵从承诺，并强制要约人执行。承诺所包含的剥离必须在公开宣布的截止时间之前完成。公开披露的形式给要约人施加了压力，会促使他剔除有害的条款。

公平贸易法规定，当一项兼并被提交给垄断和兼并委员会之后，参与兼并的各方将会被自动禁止其在互相拥有的股份中获得收益。通常情况下，要约人将不被允许增加在目标公司的持股比例，或者在目标公司中行使超过 15%的投票权。

案例研究 5－3　威廉姆斯（Williams）控股公司提出承诺，以避免垄断和兼并委员会的调查

1991 年，威廉姆斯控股公司对瑞卡尔（Racal）公司提出

了一项高达7.03亿英镑的收购要约。接到公平贸易局的推荐后，国务秘书决定，除非威廉姆斯控股公司能够提出合适的承诺，以补救收购带来的负面影响，否则，他将把此案提交垄断和兼并委员会。威廉姆斯控股公司和瑞卡尔公司都是锁类产品的供应商。两家企业合并后，其将以超过50%的市场份额而统治市场。公平贸易局的结论是，该项兼并若得以实施，那么，锁产品市场由于竞争的减少会损害公众的利益。为此，威廉姆斯控股公司承诺在15个月内，处置掉瑞卡尔公司的锁产品的制造和销售部门。尽管在此承诺下要约得以批准，然而，由于其它的原因，收购最终还是失败了。

(4) 对英国反托拉斯制度的批评

对垄断和兼并委员会的参考标准而言，竞争和非竞争立场的反反复复，导致了英国反托拉斯制度较大的不确定性和不可预测性。即便一项兼并符合垄断和兼并委员会调查的标准，其裁定也并不是一个事先就能确定好的结论。在1965年到1986年间，在总计3540件合格的兼并案中，仅有107件（3%）被调查。而其中33件（占31%）被要约人放弃。这表明，仅有极少比例的合格兼并案被实际调查过。

垄断和兼并委员会在设计竞争问题、明确适当的产品和区域市场以确定市场份额时，所使用的标准，并不是十分清晰的，需不断地详加说明。一旦相关的市场被明确下来，垄断和兼并委员会就会通过计算兼并企业和其竞争对手的市场份额的方法，判定兼并的竞争性。就有关作为测量竞争的市场份额的相对性和有关当兼并达到一定市场份额将会被认为违背公众的

利益的界限两方面来讲，都存在着较大的模糊性。过去，未被接受的兼并的市场份额界限竟在28%到71%之间。

市场份额并不是一个好的竞争状况指示器。其他的因素诸如购买者力量、供应者力量以及潜在的竞争需要并且经常需要加以考虑。然而，从垄断和兼并委员会的报告中很难断定这些标准被一贯地使用。商务大臣的自行其事，就是否认了公平贸易局的推荐对垄断和兼并委员会的调查有优先作用。这会削弱反托拉斯制度的严肃性，使人对兼并的调查过程能否完全摆脱政治上的影响，产生了一些疑问。

2．欧共体内的反托拉斯监管

罗马条约体现了欧共体将维护内部竞争作为监管的重点。设计欧共体条例是为了阻止在共同市场内部通过卡特尔扭曲竞争和支配市场地位的滥用。条约的第85条重点在于阻止在企业间有破坏竞争的安排。第86条意在杜绝企业滥用他们的市场统治地位，去限制竞争和跨国贸易。

第85条和第86条已经由欧洲法庭用来判决在兼并地区的申请，但是他们的适用范围还没有较好地明确，因为这两条最初并不是为兼并的监管而专门设置的。为了弥补这一缺陷，1980年9月颁布了一个新的兼并监管制度。然而，第85条和第86条在某种类型的业务合并中，例如合资企业，仍有约束力。

(1) 欧共体竞争条例

第85条是一个反卡特尔条例，它禁止：1）企业间的协

议，2）由企业协会做出的决定或协商采取一致的行动，这些协议或行动会阻止、限制或者破坏成员国之间市场内的竞争以及影响成员国之间的贸易。

根据第85条，并非所有的协议/协定都被禁止。执行条例的欧盟委员会，承认某些协议/协定会改进产品或商品的分配，或者提高技术；或者促进经济进步。如果这些协定允许消费者享有一个公平的受益，那么欧委会根据第85条第3款会豁免这些协定。第85条也允许欧委会对协议进行事先的认定，以便决定这些协议与欧共体共同市场相一致。

受到第85条禁止的任何协议都自动视为无效协议，并且第85条对以前的协议也有追溯力。此外，根据第85条第3款豁免的协议也是一个有时间限制的豁免，一旦超过时间限制，协议就将被重新审查。

第86条是一个反操纵的条例，它禁止在共同市场上成员国之间的贸易中滥用统治市场地位的权力。占市场统治地位本身并不受到禁止。然而，第86条不像第85条，它没有在补偿收益范围内的事前认证和豁免的条款。滥用市场统治地位的例子包括拒绝向一家独立的承销商供货以及实行掠夺性的定价政策。两法的修改可以通过国际法庭进行。

(2) 欧共体兼并政策的演变

“集中”是一个多多少少有点含糊不清的词。在涉及兼并、收购和合并等事务，以及股份或资产控制权或者少数投票权的收购时，它是欧共体竞争法使用的用语。一些合资企业也许也被认为是过于集中。直到1990年新的兼并控制条例颁布之前，欧委会均是利用第85条和第86条来阻止或修改兼并。

事实上，在欧共体，并不存在一个专门的制度去检查和监管兼并，也没有一个单独的权力机构去履行这一制度。这一不足之处是罗马条约造成的。

由欧洲法庭裁决的两个重大的案例——大陆罐头公司案（1973年）和菲利普·莫利斯 （Philip Morris）公司案（1987年）——在某种程度上改变了上述状况。欧洲法庭的判决扩大了第85条和第86条各自对兼并的适用范围。在菲利普·莫利斯案例之前，人们一致认为第85条并不适用于那些诸如在收购和兼并中购买股份的协议。类似地，大陆罐头公司案的判决确立了一项原则，即如果一家公司已经在共同市场占据市场统治地位，而其又寻求兼并另一个竞争对手，那么，这家公司的行为适用于第86条，将被认定是市场统治地位的滥用。

（3）第86条的受理范围

在大陆罐头公司案例中，大陆罐头公司是美国一家大型的金属包装和包装材料制造商。它首先收购了一家德国的子公司，而从此在德国成为该行业的市场统治者。随后，大陆罐头公司通过另一家子公司，同意购买它荷兰特许公司的控股权益，而该公司是荷兰、卢森堡、比利时三国最大的集装箱制造商。欧委会根据第86条宣布大陆罐头公司的上述协议无效，欧洲法庭批准了欧委会的决定，他们认为新的兼并将会加强该公司的市场统治地位，即使该公司无意破坏竞争，也完全可认定其是市场统治地位的滥用。

在随后的案例中，对滥用的定义还是缺乏说服力。例如，任何行为如果它对竞争有可观察到的影响，则可认定它同第86条相抵触。欧委会根据第86条已经对一大批拟意中的兼并

进行了干涉，既有阻止兼并实施的也有让兼并适当修改的。1988年英国航空公司收购英国凯尔多那（Caledonian）公司案，就是这种干涉的例子。欧委会在英国垄断和兼并委员会的要求之外，又强行要求英国航空公司做附加的承诺，以便维护进出英国航线的竞争。

除那些扩大第86条涉及兼并的试图之外，该条还有以下不足之处：

●它不适用于市场支配地位产生的情况，而仅仅适用于业已存在的统制市场的情况。

●即便有准确和清晰无误的标准，欧委会也无权批准兼并的实施。

●欧委会无权阻止兼并，只能在兼并完成后再清理该兼并。

（4）第85条的受理范围

尽管第85条最初是为反对卡特尔协议设置的，该条的受理范围在1987年菲利普·莫利斯公司股票所有权收购案中被欧洲法庭扩大了。在这一案例中，菲利普·莫利斯公司与其竞争对手之一的诺斯曼斯 （Rothmans）公司的最后控股股东瑞姆贝瑞特（Rembrandt）公司达成协议，同意收购其手中24.9%的股份。该项收购建议在接受了欧委会提出的强制性条件后，已经得到批准，它又遭到了其竞争对手烟草制造商BAT公司和雷诺兹（Reynolds）公司的强烈反对。

欧洲法庭判定收购协议并没有违犯第85条，但它制定了总体原则，即购买竞争对手股份的协议同组成卡特尔的其他类型协议，没有本质的差别。假如一项收购很可能导致所涉及公

司竞争行为的变化，那么这项收购就违犯了第85条。

尽管菲利普·莫利斯的判决，将第85条的受理范围扩大到了兼并，该条由于一系列的原因在总体是不适合的。它没有为诊治兼并提供一个具有良好秩序的程序制度和时间表。该条下的程序在时间上也是遥遥无期的。此外，豁免是从属于审查的，一般来说，兼并一旦被执行就很难取消。为了克服这些缺陷和前面已指出的第86条的那些缺陷，1990年9月21日兼并条例正式生效。

(5) 兼并条例

新制度规定了需由欧委会兼并专门工作组审查的集中（包括兼并）的规模和其他标准。它建立了一个认证程序以及欧委会商议的时间表。它试图缩小欧委会成员国反托拉斯监管和程序的交叉。在所有下列情况下，可能产生集中：

①两个或更多的先前独立企业之间的兼并。

②一家企业通过购买股份或其它方法，对另一家企业拥有直接或间接的控制权。

③已经至少控制一家企业的个人，收购另一家企业直接或间接的控制权。

直接或间接控制权，以及由此引伸的各种权力、合同或其它资产，都有可能对一家企业施加决定性的影响。这就意味着，即使是一家小股东，如果他们起着决定性的影响，也可认定会控制公司的控制权。一旦一个人获得了对一家企业的决定性影响，集中一般就会发生。然而，仅仅是一段时期控制权获得决定影响的安排，一般认为不会带来集中。多少构成决定性影响由欧委会在一个案例一个案例的基础上审定，但是通常认

为控股比例达到20%时就可能产生集中。从集中的定义上看，兼并条例豁免了某些类型的控股权，例如在接收中的管理者。

(6) 欧共体水平上的集中

根据欧共体的法律，如果一家企业具备"欧共体水平"上的"集中"，这种交易将被停止。所以，对一项在兼并条件下禁止的交易，它也一定是一个集中，而且一定是欧共体水平上的集中。欧共体水平上的集中是根据三个销售规模的极限而定义的——全球的、欧共体范围和成员国内。这些设计抓住大型的集中而不只限于单个成员国，但在欧共体范围有影响。

根据兼并条例，当下述条件满足时，一个欧共体水平上的集中就会出现。

●兼并中涉及的所有公司在世界范围内的总销售额之和达到50亿欧洲货币单位以上；

●两家公司至少每一家在欧共体的销售收入合计为2.5亿欧洲货币单位或更多；

●兼并涉及的每一家公司在本成员国或同样成员国内的销售收入超过它在欧共体范围内销售收入的2/3以上。

表5-1显示一个例子。尽管每一个公司在各自的国家股票里达到其销售收入的72%，然而他们是来自不同的国家。所以这项兼并是欧共体水平上的集中。如果我们改变故事情节，假定德国AG公司也是一家英国公司，这样既违反了2/3的判例，而且根据英国的司法制度，兼并同样得停止。

除了根据兼并条例（见下）允许的某些特定环境，欧委会对待欧共体水平上的集中的公司还需要满足不同国家的反托拉斯机构的调查。正如我们看到的，这种措施以消除了那种多边

司法权“杂货店”原则而著名。这种标准的取得是在欧共体范围兼并条例鼓吹者，这些人看到了“杂货店”的优点和一些成员国让更多的权力给欧委会的反对者之间妥协。

表5-1 英国公司收购德国AG公司

公司	销售收入（百万欧洲货币单位）		
	世界	欧共体	所在国
英国公司	4 000	2 500	1 800（72%）
德国公司	3 000	1 500	1 100（73%）

在欧共体水平上的兼并的参与公司，必须在宣布的一周内向欧委会报告，并中止活动三周。在公告的一个月内，欧委会必须决定集中是否同共同市场协调一致（第一阶段）。假如不协调，欧委会将进行为期四个月的调查（第二阶段）。假如收购要约涉及到城市守则，欧委会最后的协调程序则立即推迟（见第六章）。要约人在做出收购要约之前，也可前去向欧委会兼并专门工作组提交信息咨询，并获得一个非官方的初步意见。

假如一项兼并有损于欧共体内部的竞争，欧委会就可命令禁止兼并进行，或者在兼并公司提出消除兼并有碍竞争的方面的承诺后，方允许其进行（见案例研究5-4）。

(7) 司法制度的冲突

可以想象得到，在兼并案例操作过程中，至少能引发两种类型的司法冲突，第一种冲突是欧共体委员会和成员国之间的冲突。第二种冲突是欧共体和非欧共体国家的冲突，例如与美

国或日本的冲突。

案例研究5－4　欧共体委员会在有关承诺条件下批准兼并

1992年，欧委会批准英国航空公司收购一家在法国国内市场上运营的TAT欧洲航空公司49.9%的股份，收购也为英国航空公司提供了购买TAT欧洲航空公司法国母公司的选择权。英国航空公司在法国国内市场没有份额，而TAT欧洲航空公司也仅占3.8%的市场份额。英航和欧航在巴黎/伦敦和里昂/伦敦航线有交叉。两家合并后，占上述航线市场份额的50%以上。在盖特维克和里昂的航线，没有公司能对他们构成有效的竞争。欧委会接受了英航的承诺，在英国海特龙和盖特维克机场为竞争者提供合适的空间，批准了收购。接着欧委会明确限定相关市场是为受收购影响的英国和法国机场服务的。

资料来源：《金融时报》，1994年5月31日。

尽管兼并条例的目标是避免对同样集中的重复的反托拉斯调查，但是在实践中，欧委会和单个成员国的反托拉斯当局在部分案例中要求司法权。兼并条例第9条和第21条允许成员国在某些环境下要求司法权。

根据第9条，如果欧共体成员国政府认为一项兼并会导致国内一家企业的控制地位的产生或加强，从而有损于市场竞争，而且欧委会也同意成员国政府的这一看法，那么欧委会可以将这项兼并的司法权委托给成员国政府。这种司法权的转移在案例研究5－5给出例子。这种弥补条款以“德国条款”最

为著名，如此称呼则是因为德国坚持要求司法权。他们之所以这样做，是由于欧委会竞争国太多而不愿相信。

案例研究 5－5　欧洲委员会让渡司法权给英国

两家英国公司，斯蒂特利（Steetley）和特拉马克（Tarmac），在1992年达成协议，合并他们的砖、粘土屋顶瓦和砼制品的生产，从而在英国有较大的市场份额。由于是兼并条例出台后的第一个案例，英国政府要求调查兼并，因为它将引起英国国内严重的竞争问题。尽管兼并是一个欧共体水平上的集中，欧委会还是尊重英国当局的意见，同意让出司法权。

资料来源：《金融时报》，1992年1月25日。

根据第21条，成员国可以干预和要求司法权保护“其它合法权益”不受欧共体条例的约束，这些权益包括公共安全、媒体自由与谨慎条例等。如果集中不是一个欧共体水平上的集中，欧委会就不能行使罗马条约第85条和第86条。不过，兼并可由本国反托拉斯当局进行调查。

当一家公司成为多个收购要约的目标时，欧委会和所在国可以针对不同的收购要约行使司法权，则会出现用不同的和潜在的不一致标准的调查结果。这种情况在1992年英国汇丰银行和劳埃德银行对米德兰银行提出收购要约时出现（见案例研究5－6）。

案例研究 5－6　对米德兰银行的收购要约导致分裂的司法权

1992 年 3 月，汇丰银行对米德兰银行发出收购要约，米德兰银行是英国四大零售银行之一。汇丰银行在英国没有零售业务。根据兼并条例，汇丰银行将收购要约报告给欧洲委员会。劳埃德银行，英国另一家零售银行于 1992 年 4 月发出了一个敌对的收购要约。劳埃德银行要约的条件是两个要约在同样的监管制度下平等处理。

从两个要约上看，汇丰银行的收购要约很明显是一个欧共体水平上的集中，两周后，欧洲委员会行使司法权，批准了要约。劳埃德银行的收购要约不是一个欧共体水平上的集中，公平贸易局将其推荐给垄断和兼并委员会。劳埃德银行撤回了其要约。

英国国务秘书，可以根据第 9 条要求司法权，让两个要约接受公平贸易局的调查。但是他并没有这样做，因为英格兰银行已经批准了汇丰银行的收购要约，根据第 21 条不要求司法权也是站得住脚的。

资料来源：《爱情杂志》，1994 年。

当一项兼并在欧共体国家之间的公司进行，而欧共体试图干涉时，也会引发冲突。因为他们的销售额水平违犯了兼并条例规定的界线，所以兼并的公司也要接受欧洲委员会的调查。不管此兼并是否由公司所在国的反托拉斯当局批准，这样的兼并都将被禁止。例如，1991 年欧洲委员会对电信巨人 AT&T 公司和大型计算机公司 NCR 公司之间兼并的初步调查，而这两家公司均是美国公司。尽管这项兼并被批准，但它引发了满足欧共体兼并条例的涉外法权问题。

(8) 对兼并条例的评价

当类似于兼并的集中性合资企业根据兼并条例停止时，合作性的合资企业如果有卡特尔的协议，也受到罗马条约第85条的约束。对这两种类型做一明显的区分是非常困难的。这一问题将在第十七章战略联盟中进一步讨论。此外，为了计算销售收入界限而提出的“控制收益权”，“公司集团”以及“市场”等的定义，当前面提到的集中有可能阻碍有效的竞争时，仍就不十分清楚。

兼并条例中有一项条款，在判断集中性时所依据的条件包括兼并对“技术和经济进步”，“社会凝聚力”所作出的贡献。从而就像在英国一样，兼并调查的结果受到了对“公众利益”考虑的影响。这也许在将来会进一步将模棱两可引入兼并条例。

自1994年1月兼并条例生效伊始，欧委会授理了197个兼并案例，其中仅有一例（1991年大气空间公司和阿兰那(Alenia)公司对加拿大德·哈瑞兰德（De Harilland）公司的联合收购）被禁止。在八个案例中兼并被有条件地批准。在第二阶段调查后，另外八宗被无条件批准。如此低禁止率给人造成欧共体水平的兼并条例是颇为宽大为怀的印象。而且，为了自己的声誉，欧洲委员会审理的每一案例都在截止时间内完成，从而在众多公司中赢得了信任。

3．股票市场对垄断和兼并委员会的反应

1993年，富兰克斯（Franks）和哈里斯用80家英国收购

要约作为样本，用每月收益数据调查了公平贸易局推荐给垄断和兼并委员会对股本财富的影响。表 5－2 显示了，在不同时间垄断和兼并委员会调查时的要约人和目标股东的收益。垄断和兼并委员会的调查导致目标企业股东财富的损失。当垄断和兼并委员会的报告是持否定态度时，他们的财富将进一步损失。

表 5－2　垄断和兼并委员会调查及报告的价值变化（%）

	在调查月份		在报告月份	
	目标企业	收购企业	目标企业	收购企业
所有的调查	－8	－1	－3	1
接受	－9	－1	2	2
拒绝	－8	6	－9	1
放弃	－9	2	无数据	无数据

资料来源：富兰科斯和哈里斯（1993）。

当收购要约被垄断和兼并委员会批准时，目标企业股东的平均收益比从报告批准的 12 个月到批准后的一个月这段时期的平均收益高出 38%。这表明，收购要约未被垄断和兼并委员会拒绝，兼并引发的资源收益比增加市场力带来的收益要大得多。在兼并被否决的案例中，目标企业股东的获益仅超过相同间隔 90%。然而，在宣布的收购要约中获益的大部分也许会在随后引发的兼并企业增加的市场力中损失掉。对要约人来说，从垄断和兼并委员会报告的前 12 个月到报告后的 1 个月这段时期，其收益是没有影响的。很明显，调查垄断和兼并委员会的报告对收购者的股东有一个中性影响。

福布斯用53家英国收购要约和日收益数据作为样本，选取三段日期——要约宣布期间、垄断和兼并委员会调查期间以及垄断和兼并委员会决策时间，调查收购企业股东的不规则收益。结果表明，调查期间对收益是没有影响的。当收购企业的收购要约被垄断和兼并委员会批准的三日内，其享受的收益有0.3%的影响；在垄断和兼并委员会决策的第21天内，对收益的影响是0.81%。当要约被垄断和兼并委员会中止时，股东的收益比相同时期并没有变化。所以，福布斯的结论与富兰科斯和哈里斯的结论是一样的。

4．美国的反托拉斯制度

同其他国家相比，美国的反托拉斯制度有着悠久的历史。它发源于1890年的谢尔曼法（Sherman Act）。该法断定凡是限制几个州之间的贸易或者其他国家的贸易之合同和兼并都是非法的。任何试图进行贸易垄断的行为是一种犯罪行为。谢尔曼法对阻止预期的兼并和垄断不适用，特别是以股票收购形式获得公司控制权的行为。

1914年通过的克莱顿法克服了谢尔曼法的不足。其后的修正案使其在处理兼并问题上发挥了更有效的作用。克莱顿法第7条禁止一家商业公司部分或全部收购另一家商业公司的股票或资产，如果这种收购存在削弱竞争或导致垄断的影响。这种禁止适用于横向、纵向和混合收购。

各种各样的法令由联邦司法部和联邦贸易委员会执行。即将发生的兼并必须向这些机构通报。若有必要，两家政府机构

会着手调查。最初的程序是在联邦法院。联邦贸易委员会也有各种起诉程序，包括行政法法庭和独立的联邦贸易委员会委员。

除了上述的联邦法律外，个别的州也有他们自己的反托拉斯法，这些法律适用于并不影响州际贸易的兼并。州首席检查官可向州法院提起诉讼。受害的团体可以根据联邦和州法律进行起诉。将美国的情形同欧共体和英国的情形加一对比，可以发现受害的团体不能使用法律迫使欧洲委员会或者公平贸易局调查一项兼并案。过去，由于政治时代潮流变幻，美国对反托拉斯法的执行也经历了从巨大的热情到冷若冰霜的巨大波动。

美国的兼并控制

在美国，如果兼并的各参与企业有重要资产或销售收入，则这项兼并要受到哈特——斯科特——罗特诺法(Hart - Scott - Rodino Act）的监管。该法要求参与各方将交易向司法部和联邦贸易委员会通报，在完成交易之前要遵守一个法定的等待期。该法在规定各方规模的基础上规定了申请的界限测试；但该法还有一个基于交易规模的附加测试，类似于英国的对具备资格的兼并的测试。如同欧共体的兼并条例，该法也有两步程序。第一步是最初的调查；第二步则需要更多精确的信息。

美国过去曾试图调查那些在美国有重要经营机构的两家或多家非美公司的兼并或者卡特尔。这种法外法权的要求遭到其它国家反托拉斯当局的断然拒绝。例如，法国、加拿大和英国等国，甚至禁止他们自己国家的公司向美国反托拉斯当局提交文件。不过最近，美国司法部和联邦贸易委员会出版的兼并规则声称，如果国外的卡特尔成员向美国大量倾销的话，美国将

会对此做出反应。

5. 欧洲大陆的反托拉斯条例

在欧洲大陆其他国家的反托拉斯制度，因其涉及的方法、制度构架和对反托拉斯执行的热情程度不同而不同。德国以强有力的反托拉斯政策闻名于世，它建立了一套由联邦卡特尔局执行的反托拉斯监管的行政手段。假如兼并各方超过某一销售收入界限，那么兼并要事先得到卡特尔局的批准。大型兼并事先通报制度是强制性的。卡特尔局批准的时间最长可达四个月之久。对一项较小的兼并案，允许兼并后再通知卡特尔局。卡特尔局有权禁止一项兼并，即使兼并已经完成，它也可以命令兼并取消。

在法国，监管的方法也是行政性的。竞争委员会调查在总销售收入和市场份额两方面都具备资格的兼并。不管是兼并前通报还是兼并后通报，都是强制性的，但也有一个自愿的事先通报程序。最终的决定权是经济部，它可以禁止一项兼并或者有条件地批准，例如，有关未来竞争行为的取消或承诺。

荷兰有一个较为宽松的反托拉斯制度。除了在银行和保险公司兼并案之外，它没有明确的指导意见。瑞典，刚刚加入欧共体，其反托拉斯条例是欧共体法律的翻版。当兼并公司在世界范围内的营业额超过某一界限时，竞争检查官会调查该项兼并。它的反托拉斯法也要求事先通报制度，其批准程序也有时间界限。竞争检查官必须于通报的 30 日之内，在斯德哥尔摩城市法院开始调查，以决定兼并能否进行。城市法院可以禁止

一项兼并，或者要求收购者剥离被收购企业部分或全部业务。

6. 小 结

本章从反托拉斯角度，对英国和欧共体的监管兼并和收购的法规、条例做一介绍。我们还叙述了欧共体和成员国当局对这些法律法规划分的等级制度。杂货店原则是这种司法权分离的基础，它在实践中的运用体现在欧共体水平的集中的定义里。我们对此已经讨论。我们还对杂货店原则产生的局限性——司法权的分离、程序的不确定性和界限的模糊性，详加说明，并对欧洲兼并条例的步骤做了介绍。最后简单地介绍了一下美国的反托拉斯制度和兼并控制制度，以及一些欧洲大陆国家反托拉斯监管的方法。

参 考 文 献

[1] Bell, R. (1994) 'Regulatory aspects of acquisitions in the EU', in *Company Acquisitions Handbook*, Tolley Publishing Co.

[2] Carrington, N., and B. Pessôa de Araújo (1994) *Acquiring Companies and Businesses in Europe*, Chancery Law Publishing.

[3] Fairburn, J. (1993) 'Evolution of merger policy in Britain', in M. Bishop and J. Kay (eds.) *European Mergers and Merger Policy*, Oxford University Press.

[4] Forbes, W. (1994) 'The shareholder wealth effects of Monopolies and Mergers Commission decisions', *Journal of Business Finance and Accounting*, **21**, 6, 763-90.

[5] Franks, J., and R. Harris (1993) 'Shareholder wealth effects of UK takeovers: implications for merger policy', in M. Bishop and J. Kay (eds.), *European Mergers and Merger Policy*, Oxford University Press.

[6] Love, J. (1994) 'The operation of the EC mergers policy: the Midland Bank takeover', *Journal of General Management*, **20**, 1, 29-43.

[7] Peacock, A., and G. Bannock (1991) *Corporate Takeovers and the Public Interest, chs. 6, 7 and 8, The David Hume Institute, Edinburgh*.

[8] Woolcock, S. (1989) *European Mergers: National or Community controls?*, Royal Institute of International House, London.

六、收购要约的监管

在前面几章，我们讨论了监管兼并涉及反托拉斯和公众利益方面的法律制度。本章则介绍收购要约执行的框架机构。英国的框架是以《城市收购和兼并守则》和它的法律汇编这一形式存在的。《城市收购和兼并守则》主要是针对公众公司。对私人公司的收购要约是由1989年英国公司法的条款监管的。在谈完英国的收购兼并制度后，我们将把它同美国和欧洲其他国家的制度加一比较。最后我们对欧共体草拟的旨在为欧共体范围内的收购要约提供框架的有关收购兼并的法令及其缺陷一并讨论。

1．监管收购要约程序的重要性

在一个收购要约中，包括收购公司从目标公司股东手中购买股份的要约，收购公司和目标企业管理层双方原则上可以在很大范围内操纵市场。这些策略的一部分如下：

●在要约期间有选择性地发布信息。

●同大股东进行特殊交易，将小股东排斥在外。

●既在收购公司和又在目标企业股东中间虚假造市。

●内幕交易。

●目标公司管理层的阻挠行动，以否认目标企业股东获得

公平出价的机会。

所以，目标企业的股东，特别是大批的小股东，会是“不择手段行为”的受害者，除非这种过程被适当地管辖。此外，要约程序如果被过分延长，将迫使目标企业管理层不能管理企业。这种失控状况是对目标企业的管理层、职员、股东、供应商以及消费者的伤害。因此，监管程序必须有一个明确的时间界限。

2. 英国对收购的监管

一项收购是一种获取目标企业控股权益的手段。一个面对目标企业所有的股东的公开收购要约，仅仅是获得控股权的方式之一。另外，能导致控股权转移的其他交易包括：私人合同；目标企业发售新股；目标企业股份回购；股本重组和调整计划。

由于私人公司的股份并不广泛被人持有，因而对私人公司收购要约的监管要比一家公众公司和上市公司松得多。在英国，如果收购所涉及的目标公司是一家公众公司，则要受到根据《城市收购和兼并守则》（由于该守则的封面是蓝色的，所以也称之为蓝皮书守则）成立的城市收购和兼并委员会的监管。

根据1985年英国公司法第425条规定，一个安排方案被执行。这是一个在目标公司和它的股东之间的方案，要求目标企业的合作。一个收购建议可能是一个方案的主题。像这样的方案当被股本总额3/4的股东同意时，需要由法庭来批准。一

旦方案被批准，那么方案就要针对所有股东，所以收购公司在收购后要避免较小股东问题的出现。由于法庭的介入，一个计划可能是冗长乏味的，而且是耗时的、昂贵的。为此原因，安排方案做出的兼并比根据守则做出的公开收购要约频率小得多。例如，在对 1955 – 1985 年期间英国兼并案例的研究中，富兰克斯和哈里斯发现，同 1 693 件公开收购要约相比，安排计划仅有 121 件。

(1) 收购兼并委员会

为了应付日益增长的涉及收购公司和目标公司操纵和控制市场的情况，英格兰银行发起成立了收购兼并委员会。它成立于 1968 年。它是一个自律性的、非官方机构，这一传统保留至今。它的任务是对收购情况做出快速反应，确保股票市场上公司所有权能够有一个公平、秩序的转移。它的宗旨是，在收购中对那些涉嫌操纵市场行为，倡导最佳的解决办法，而不是简单地接受。这一宗旨体现在守则的 10 项基本原则和 38 个条款中。

收购兼并委员会成员包括英格兰银行提名的代表，以及投资机构、商业银行、自律组织、会计师协会和产业的代表。委员会主席和两个副主席全都是英格兰银行提名的委员。委员的执行委员会由总指导官来领导。正常情况下，这种特殊职务来自一家商人银行，它的人员配备是由终身的委员会委员和那些由城市企业和英格兰银行调备过来的人员混合而成。

收购兼并委员会的日常工作由委员会执行委员会主持，在召开一个全体委员会会议之前，执委会根据守则作出的决议和对守则的解释可以受到质疑。收购兼并委员会也有向申诉委员

会提出申诉的权力。申诉委员会是由一些有经验的高级法官所领导。

尽管收购兼并委员会从法律上并没有得到的授权，然而，它的作用和它对收购的裁定权受到法庭和其他自律性组织像交易所的支持和认可。在 1986 年十分著名的达他芬（Datafin）案例中，该案涉及两家公司对麦克库多尔（McCorquodale）公司的敌意收购，达他芬公司对收购兼并委员会的裁定提出了诉讼。诉讼法庭认为，收购兼并委员会的工作程序是符合法律程序的。复审结果驳回申诉。复审的重点是确保收购兼并委员会公平地遵守规章和程序。这个条款的作用是当一个收购还在进行之时，阻止任何对收购兼并委员会兼管的无理诉讼。在 1988 年和 1992 年其他的案例中，法庭的立场再次被证实。

收购兼并委员会的权威也被英国政府以及根据《金融服务法》（1986 年）成立的监管实体所认可。委员会可以从贸易和产业部收到他们经过调查过后所获得的信息，并能用这些信息形成自己的判决。这种合作的例子在 1988 年盖恩尼斯（Guinness）案例中曾经出现（见案例研究 6－1）。

案例研究 6－1　贸易和产业部向收购兼并委员会传递信息

盖恩尼斯公司，在 1985 年蒸馏水公司竞争性收购时，已经进入股份购买策划阶段但没有披露。根据这个计划，公司向目标公司一部分股东支付一个较高的价格。这种行为触犯了守则中最高价和公平待遇的条款。收购兼并委员会责令盖恩尼斯公司向其他股东支付 8 500 万英镑的赔偿。盖恩尼斯公司就此

判决向法院提出诉讼，但没有成功。收购兼并委员会的判决是依据其收到的由贸易和产业部传来的对该事件的调查结果做出的。

资料来源：1989 年收购兼并委员会年度报告。

根据金融服务法的条例成立的英国最高金融服务监管机构——证券和投资理事会和其他的自律机构例如证券和期货监管局，都规定被授权从事投资业务的企业将不能充当那些不准备遵守守则的企业的代理人或者与其合作。此外，违犯守则的开业者将被他们各自的自律组织认定为“不适宜”进行投资业务。这样的裁决就会使开业者丧失进行投资业务的授权。

(2) 城市守则

城市守则的主要作用在于监视收购行为，并确保与收购有关的所有股东得到公平、平等的待遇。守则并不关心一项收购在财务或商业上的优劣，也不关心竞争和其他的公共政策问题，这些都是政府的职权。守则代表了涉及收购各方专业人员的集体意见，例如，良好的商务标准和如何达到股东的公平。

此外，守则试图在要约人（收购公司）和被要约人（目标企业）以及其股东之间的利益上达到一个公正的平衡。守则所管辖的是英国现存的公众公司（上市和未上市的）以及一些法定的、特许的和私人的公司。私人公司必须是在十年前曾经在股票交易所挂牌的公司，或者涉及到其普通股资本的出售；或者在他们的股份登记中必须有交易（更为详细的叙述，可参见守则）。

守则是以 10 条基本原则和 38 个条款为基础的。为使这些

条款清楚易懂，还附加了许多注释。为适应收购兼并市场的发展，收购兼并委员会颁布新的条款或对现有的条款提供新的解释。这样反应的速度和灵活性体现了收购兼并委员会这一自律机构的特点。守则总的原则总结如下：

●在收购要约当中，属于同一级别的所有股东均须获得公平待遇和机会。

●不能选择性地或优先向一部分股东公布信息，而要向所有股东同时公布。

●股东应当得到充足资料、意见及时间，让他们对收购做出评价。

●提出收购的人应以最审慎及负责任的态度作出考虑之后才公布收购要约。

●在收购要约期间，如果没有股东同意，目标公司不可采取任何行动阻挠收购要约。

●在收购要约的全过程，需要维持相关公司股份在市场上的公平和秩序。

●要约人、受要约人和他们的顾问必须以高度的仔细和准确向股东提供信息。

●行使控股权应持诚信态度，压迫少数股东的情况是绝对不能接受的。

●董事应为他们的股东、雇员和债权人的利益行动和提出建议，而不是顾及他们个人的利益。

●如果一家公司的控制权被一个人收购或合并，他或她必须向所有其他股东作出全面收购。

条款充实这些原则，在特殊情况下为有关的团体及其顾问

指出方向。条例有强迫性义务和禁止某些行为。如果一例特殊情况不包括在条例当中，收购兼并委员将会应用相关的总原则来判决。不论何时，收购兼并委员会对条款做出解释时，都要遵循它们的精神实质，而不简单地拘泥于文字。现在将一些更重要的条款简单总结如下。作者在此也给你一个善意的提醒，即你使用它时，要把它作为条款的标志，而不是条款的代用语。

●强制收购：当某人或某集团收购一家公司股份达到30%或更多投票权时，他们必须正式向所有其他股东做出现金收购要约（或者换股收购要约），并以收购公司在过去12个月内支付的最高价支付。同样地，如果持有30%或更多投票权的股东在一年内增加超过1%的持股比例，也必须要求全面强制收购（例外的情况，参见守则）。

●强制现金收购要约：当具有10%或更多投票权的股票被要约人在要约期间和先前的12个月里收购时，要约必须包括一个由要约人支付的最高价的现金选择。

●统一价格要约：如果要约人购买目标公司股票的价格高于要约的价格，那么要约必须提高至该价格。

●为目标企业股东独立的建议：目标企业管理层必须就要约获得合适的和独立的建议，并将其对建议的意见告之公司的股东。

●信息平等：所有股东必须得到同样的信息。

●敌意收购公司的平等性：敌意收购公司也将从目标公司得到同样的信息。

●待遇的平等：禁止同有选择的股东进行双方有利的交

易。

●信息的完整性：利润预测和资产评估必须高标准地完成，并由职业的顾问做出报告，职业顾问必须声明他们的责任。

●信息的真实：误导或不实的陈述必须立即公开纠正。

●不阻挠行为：除非股东批准，否则在要约期内目标公司不能从事任何阻挠要约的行动。

●股票交易的披露：在要约期内，股票交易有严格的披露要求。

●收购要约的时间表：一般而言，要约必须在要约文件发出之后 60 日内完成。在要约期内，任何一方都必须遵守其他的截止日期（见表 6－2)。

●反托拉斯行动的影响：如果一项收购提交给垄断和兼并委员会或者欧洲委员会调查，那么收购就会耽搁。一项收购必须遵守这个条件。

●12 个月暂禁：除对目标公司敌意的收购外，一项失败的收购在 12 个月内不允许恢复。这一禁令不适用于未被垄断和兼并委员会或者欧洲委员会批准的收购。

守则的强制性收购条款（第九条）包含了一个根据 30% 投票权界限定义的有效控制的概念。当一家公司的有效控制权易手时，股东必须有权决定他们是否想继续在同样的公司中持有他们的股票。当有效控制权界限并没有违犯时，守则对自愿性收购也作了规定。表 6－1 根据守则，比较了强制性收购和自愿性收购的条件。

表 6－1　强制性和自愿性收购条件

强制性收购	自愿性收购
假如收购公司已经收购目标公司具有 30％投票权的股份或者已经拥有超过 30％投票权的股份，其在一年内再增加 1％的比例（条款九）。	当收购公司没有违犯强制收购的界限时完成。
要约适用于目标企业所有股东。	要约适用于目标企业所有股东。
要约必须是现金或者在过去 12 个月内以最高价支付的其它形式。	除非收购公司违犯了强制现金条款（见条款的总则），要约无需现金支付。
当收购公司接受出售的股份超过目标企业拥有 50％投票权股份的时候，要约必须是无条件的。	在很高的接受最低线，收购是无条件的。
对非普通股投票权要约必须完成。	不要求，但要约不能宣布为无条件的，除非收到接受至少 50％总投票权。
	要约条件必须是有目标的，不遵从被要约公司董事的判断。

在一项自愿性收购要约中，要约人可以设置一个很高的最低接受线，例如，要约要求达到 90％的比例才是无条件的，但还可以保留放弃这一条件的权力，甚至宣布在 51％的接受水平下要约是无条件的。不过，90％比例的最低接受水平通常是有优势的，例如，它可以允许一个成功的要约人根据 1985 年公司法第 429 条强制性地购买小股东的股份。90％的接受水平也能使收购公司具备兼并会计或者兼并调整的资格（详见第十章）。

从税收、财务和控制权的角度看，收购75%的投票权也是有用的。目标企业可以是对收购公司具有明显税收优势的75%税收集团组成部分。当收购公司已经拥有75%投票权的时候，任何将目标企业转变成一家私人企业的特殊解决办法都很容易通过。像这样的一个转变也许是目标企业向要约人提供财务帮助的前奏。这种帮助也许被用于收购自身的融资。假如收购是通过债务融资的，用目标企业的资产提供借款担保，那么，要约人的债权人就希望给出一个90%的接受水平。这会增加要约人对那些资产的控制，例如通过购买监护权的方法。这种增强的控制能力提高了债权人的安全性。此外，如果目标企业多于25%的股票还在公众手中，那么，根据伦敦股票交易所条例，目标企业仍就挂牌，而这对收购公司来说无疑是一个控制权的重大损失。

设定一个很高的最低接受水平意味着要约也许要持续很长的时间，而要约的结果更加不确定。然而，一项自愿性要约有更大的灵活性，要约根据守则提出的条件有较少紧迫性。如有可能，一般要尽量避免一项强制收购要约。

(3) 收购时间表

守则的目的旨在收购过程要在一个可预期的时间计划内达到一个明确的结论，一般而言，这个时间不超过3个月。之所以这样规定原因在于目标企业收购的任何拖延都将危害目标企业管理层管理公司的任务，对管理者、雇员、消费者和供应商产生不确定性，导致股东价值的损失。所以，守则对一项敌意收购来说，设立时间表可以说是一个里程碑。这一时间表见表6－2。

表 6－2　根据守则的收购时间表

宣布日	收购公司宣布要约及其所有内容和条件。
邮寄日（第 0 天）	要约文件必须在要约宣布后的 28 日内邮寄到。
第 14 天	目标公司向其股东推荐并对要约作出回应的最后一天。
第 21 天	第一要约结束日。要约也许扩大。要约人可能根据自愿要约条款在市场上购买目标公司的股份超过 30%。
第 35 天	当要约在第 21 天变成无条件的要约，接受宽限截止日。
第 39 天	目标公司发布新信息的最后日，例如利润预测。
第 42 天	如果要约在第 21 天未被宣布为无条件要约，在此日之后，目标企业的股东可以撤回他们的接受表示。
第 46 天	收购公司修改和邮寄要约条件的最后日，例如提高要约价格，或者发布新信息，例如分红预测。
第 60 天	最后完成日，即要约期的截止日。收购要么失败，要么宣布无条件接受。
第 81 天	批准收购所有其他附加条件的截止日。
第 102 天	补偿支付的最后日。

如果一项要约变成无条件接受要约，那么它必须在不迟于 21 日内在各方面也变成无条件。守则也允许补偿的支付从要约变成全部无条件之日的另外 21 日内支付。时间表是否延长由收购兼并委员会自行处置。例如，如果在公平贸易局决定将收购提交给垄断和兼并委员会中存在延迟，委员会可以“停钟”，允许收购在公平贸易局已经批准收购后进行。如果目标公司出现一个竞争性的要约人，那么上述收购时间表适用于第

一个要约人。

守则认可收购公司和目标公司在要约之前和期间隐瞒他们的意图和行动。所以，在明确一项收购当事人的义务和责任中，要使用“一致行动人士”和“关联人士”概念。“一致行动人士包括依据一项协议或一起（不管正式的还是非正式的）积极合作，通过取得一家公司的股票，获得或者巩固对该公司的控制权”。守则规定的义务同样适用于一致行动人士。例如，在决定一项强制性收购是否变成必要时，要约人的一致行动人士的股票买卖就要考虑。

“关联人士”意指包括所有的人（不管是否是一致行动人士），其在要约中，直接或间接拥有或交易要约人或者受要约人公司股份，对要约的结果有利益或潜在的利益（参见守则更综合的定义）。关联包括附属公司、职业顾问诸如商人银行、董事和他的近亲，以及公司养老基金。拥有或控制5％的股份的持股者即被认定是一关联人士。关联人士有义务披露他们在要约人或目标公司证券交易情况以及有关这些证券的任何安排，例如一项补偿。

(4) 部分要约

守则准许要约人提出少于100％目标公司投票权的要约。一个部分要约是在一个事先设定的比率基础上对所有目标企业股东做出的，需要收购兼并委员会同意。正常情况下，达到30％就会同意。

如果要约人或其一致行动人士在以前12个月已经收购了目标企业重要数量的股份，收购兼并委员会不会正式同意一个旨在超过30％的部分要约。根据守则，由于一项超过30％的

要约仅在持有目标公司50%以上投票权（不包括要约人和它的一致行动人士）的股东投票同意要约时才能成功，所以部分要约在英国并不普遍。

对守则适用范围的详细讨论超出本书的范围。有更大兴趣的读者可参见案例研究6－2，本案例是从收购兼并委员会判决的案例中挑选出来的，它们可以提供收购兼并委员会对这些条款和总原则的解释。

案例研究6－2　在所选收购案例中收购兼并委员会的判决

信息的准确性：

1993年1月，在抵御来自旅游航空（Airtours）公司的敌意收购时，海外业主（Owners Abroad）公司声称，公司目前的经营业绩和预测是健康的。收购随之失败。1993年7月，海外业主公司公布了它半年的利润结果及全年利润可能不佳的警告，并把这些归因于1993年复活节以来的一系列不利因素。收购兼并委员会调查在海外业主公司防御文件中所提供的信息是否以高度的责任心来准备，是否隐瞒了任何重要信息。委员会的结论是该公司没有任何违犯守则之处（委员会公告1993年第3期）。

时间表的延长：

1991年陶托（Tootal）集团成为库特斯·维耶拉（Coats Viyella）公司收购的目标。公平贸易局正在考虑将此案推荐给垄断和兼并委员会，但在第39天即目标公司发布新消息的最后截止日时，还没有作出任何决定。收购兼并委员会裁定第

39天被认为是公平贸易局决定宣布之后的两天（委员会公告1991年第3期）。

信息平等的违犯：

在1992年4月，唐迪（Dowty）集团成为TI集团敌意收购的目标。在收购期间，唐迪公司的公共关系顾问发布的一项利润预测未向公众公布，因为它未按守则的要求的标准制作。收购兼并委员会判定公共关系顾问的行为是一种严重违犯守则的行为，并指责了唐迪公司的商人银行顾问拉扎德（Lazards）公司（委员会公告1992年第20期）。

禁止恢复一项失败的收购：

在1986年对埃克特尔（Extel）公司收购中，罗伯特·麦克斯韦尔（Robert Maxwell）公司是一个一致行动人士。当收购延迟时，一致行动人士的安排结束。不过。收购兼并委员会判定在十二个月内暂时禁止收购公司和其一致行动人士恢复这一搁浅的收购（委员会公告1986年第32期）。

利润预测的质量：

在1986年迪克逊（Dixons）集团对沃尔沃斯（Woolworth）控股公司敌意收购期间，沃尔沃斯公司做出了一个利润预测。收购兼并委员会判定这一预测未达到守则标准，按守则的要求，收购兼并委员会未被咨询过。委员会指出其不足之处，并责令其做好新的预测，并相应地延长到第39天。收购兼并委员会对施罗德公司（沃尔沃斯公司的财务顾问）做出如此建议表示惊讶（委员会公告1986年第25期）。

对所有股东的最高价：

1986年盖那尼斯公司在对蒸馏水公司的收购中获胜，它

有一个未披露的、同瑞士的皮普迪克（Pipetec）公司的一致行动安排。该公司将根据盖那尼斯公司的收购建议，出售蒸馏水公司的股份；但其价格（731便士）比公开收购要约的出价（630.3便士）要高。一致行动人士仅仅是在司法部对盖那尼斯公司的欺诈调查中才发现。这种情况违犯了守则关于对所有目标企业股东都以最高价收购的规则。1989年7月，盖那尼斯公司向蒸馏水公司的股东支付包括利息在内的8500万英镑的补偿（委员会公告1989年第13期）。

（5）重大的收购规则

过去，潜在的收购公司在公开宣布他们的收购意图时，都事先购买了目标公司相当数量的股票（这样的收购以“黎明前的袭击”而闻名）。这就使目标公司的股东处于不利之处，因为根据相关信息完全披露的原则，他们被否认有公平待遇和机会对收购进行判断。重大收购规则是为使15%—30%投票权的收购更透明设计的，也是为了减缓此类收购设计的。

重大收购规则与守则相互独立，但都由收购兼并委员会来执行。如果守则是适用的，那么重大收购规则仅适用于收购比例在15%—30%的范围。除了某些条件（例如，从单个的出售者手中购买）之外，如果在7天之内收购目标企业10%或更多的股份从而使总的持股比例超过15%将不被允许。一旦15%的界限达到，每增加1%或更高的持股比例必须不迟于第二个工作日披露。这样的买卖必须在第二天中午通知目标公司和伦敦股票交易所。

重大收购规则处置的一个收购要约重要条款是30%的最

高限作为限制收购公司预先购买或者私下协议购买的手段。一项公开收购要约必须针对目标企业所有股东，必须以现金支付。目标企业所有股东必须受到平等对待。公开收购要约必须正式登载，但不允许辩论或说服。目标企业股东可以把一个公开收购要约理解为一项全面收购要约的前奏而对出价沉默忍耐。因为这种“等待和观望”的态度，以及规则禁止任何性的“终止”，以便在随后的全面收购中要约人能补偿出价的股东，故而，公开收购要约在英国并不十分流行。

（6）法定规则

正如先前指出的，收购安排要根据1985年公司法规定执行（425至427款）。1985年公司法也要求收购公司如果持有3%或更多的有投票权的股票，应将交易结果在两天内通知目标公司。任何超过此界限1%的变动同样需要通告（198至220款）。通常禁止目标公司使用资金向收购公司提供支付帮助（151－155款）。对由于董事失去职位或退休而给予补偿支付的建议，必须在要约文件中披露（314款）。

当股票的吸纳通过代理人来执行时，1985年公司法规定，公司有权要求披露股份的真实所有者姓名（212款）。根据章程，公司也有权剥夺这些股份的权益或者请求法庭这样做。一个要约人已经有90%的要约接纳者的话，其可以遵照要约强制性地购买剩余的10%的股份（429款）。这一条款有助于收购公司摆脱任何不想接纳要约的少数股东。1985年公司法也为收购公司宣布兼并解除（131款）确定了收购的最低水平（90%），也为兼并会计提供了资格（见下面第十章）。

1986年金融服务法要求投资性公告的要约文件必须由授

权人批准（57款）。在一家证券交易所，上市细则必须出版并摆脱有缺陷的陈述（细节）。金融服务法禁止误导性陈述和行为（47款）。

1985年公司证券（内幕交易）法禁止个人从一个与目标公司交易相关的公司个人手中，获取一个要约或预想要约中可以影响股票价格的信息。这种交易是一种犯罪行为，劝告或介绍给其他人交易也是一种犯罪行为。根据1993年刑事诉讼法，有内幕信息的个人，例如董事，如果他参与一种股票的交易，而这种股票的价格在内幕信息公开后会受到较大的影响，则他的行为就是一种犯罪行为。鼓励内幕交易和披露内幕信息给他人从中获利的行为也是一种犯罪行为。

(7) 伦敦股票交易所规则

伦敦股票交易所（更正规的名称是大不列颠和北爱尔兰联合王国国际股票交易所）条例主要如下：

●收购要约的公告。

●重大交易需要股东批准。

●要约文件的内容和向伦敦股票交易所的通知。

●当考虑证券发行时上市细节的内容。

伦敦股票交易所上市规则按规模等级分为收购、控股、接管和兼并。规模表达为目标企业净资产或利润，或者得到的报酬或总资本占要约人净资产、市值或总资本的百分比（规模划分更为详细的标准，参见包含上市规则的黄皮书）。伦敦股票交易所在等级交易中要求要约人强制履行下列一项或更多的义务：通知在伦敦股票交易所的公司公告科，向要约人股东发送一个附有详细说明的通知，在全体股东大会上获得批准。如交

易规模等级越高，义务变得越繁重。

反向收购是规模比例超过100%的收购。这就意味着在一项收购中，目标企业比已上市的要约公司还大，要约公司的控制权会转移到目标企业股东手中。当一项反向收购宣布时，要约公司停牌等待要约公司股东在特别股东大会上对此收购进行审批。假如收购被通过，公司必须作为新的申请者做上市申请。在这种情况下，公司在股东同意情况下正式完成上市细节条件，以便上市能够在特别股东大会批准后立即获得交易所的同意。

根据伦敦股票交易所上市规则，各种各样的规模等级和他们各自的义务显示在表6－3。上市规则规定了通知公告科，向股东发送详细说明和股东大会批准的最后截止日期。如果要求股东批准，如一项超级等级I或者反向收购要约，要约人要小心不要引致强制收购义务，因为在这种情况下批准的收购要约，根本不能满足强制性收购的条件（守则的条款9－3）。如果作为一项股本融资要约的结果，要约人所持的股份增加10%或更多，那么要约人就要披露上市细节。

如果一家上市公司参与一项补偿安排，承担费用/亏损超过在过去三年内公司平均净利润的25%的责任，那么这种安排就变成一个超级等级I交易。这一规则是由1985年盖那尼斯公司收购蒸馏水公司引起的，详见案例研究6－3。

表6－3　交易等级和责任

等级规模	通知公司宣布科	发送通知	获得股东批准
3（少于5%）	不需要（除了以已挂牌证券支付）	不需要	不需要
2（少于15%）	需要	不需要	不需要
1（少于25%）	需要	需要	不需要
超级等级1（超过25%）	需要	需要	需要
反向收购	需要	需要	需要

注：当通知公司公告科时，信息就变成公开性的。

案例研究6－3　对损失的补偿

1985年12月，帝国集团成为联合饼干公司友好收购和汉森信托公司敌意收购的目标。在1986年2月，摩根·哥瑞费尔（Morgan Grenfell）为了联合饼干公司的利益以每股320便士的价格购买帝国集团的股票，与汉森公司的每股293便士的现金选择针锋相对。所以，如果汉森公司获胜，摩根公司肯定要亏损，但它由联合饼干公司补偿摩根公司的亏损。

1985年12月，盖那尼斯公司向蒸馏水公司提出友好收购，该公司也是一家来自阿盖尔（Argyll）集团的敌意收购目标。为了支持盖那尼斯的收购，蒸馏水公司补偿盖那尼斯公司在收购中发生的任何费用。

资料来源：迪蒙森（Dimson）和马士（Marsh）（1988年：174）。

(8) 英国收购兼并条例的局限性

收购兼并委员会称之为基石的现行框架，已经受到几方面

的批评：

●收购兼并委员会成员对在促成更多收购活动中产生的直接财务利益抱有偏见。

●很少有对守则变化产生作用的咨询程序。

●在建立原则、制定规则、解释说明规则时，委员会的运作实质上缺乏公众监督。

●尽管可以对委员会全体会议提出申请，但事实上法律界代表从未被允许担当执行委员（杰佛瑞·乔沃尔 （Jeffrey Jowell）教授，《金融时报》，1991 年 5 月 9、15、24 日）。

(9) 英国条例的未来演变

伴随着欧洲共同体内日益增长的跨国兼并和英国对欧洲大陆国家收购兼并的扩大，需要发展一个适当的收购监管制度。一个来自欧洲委员会有关“接管和其他一般收购”的方针草案（第十三公司法法令）至今已经有几年的考虑了。英国的城市守则已经引入了这一方针，它为监督检查官提供了确保监视的一系列原则，包括所有股东的公正、公平待遇。

体现在方针中的其他的原则，包括一个全面强制性收购的界限、对全体股东收购的要求、要约文件内容最小化的说明书，收购时间表和受要约人公司的报告。根据这些方针，收购条例将成为法令而非自愿性的。

收购方针已经受到广泛的批评，有人认为它将导致更多的官僚、法律和昂贵的体制，也将减少英国收购兼并委员会所特有的反应灵活性和速度，这也给策略诉讼将带来更大的余地。作为目前的情况，监督检查官不能对兼并做出一般执行/废除的决定。

3. 美国的收购监管条例

在美国，证券交易委员会根据1968年威廉姆法对公开收购要约要进行监管。威廉姆法规定了要约人和目标公司的强制义务，阻止大股东秘密积累股权，要求在10日内获得5%或更多投票权股票的收购必须披露。该法规定，当一个公开收购要约开始的时候，信息必须披露，包括资金来源和收购意图等。公开收购要约在20个工作日内必须有效，修改后有效期要加上另外10个工作日。

“最佳价格”和“全体股东”规则要求，在要约期内，收购公司以最佳价格购买接受要约的股票时，要约对全体股东都是公平的。在要约期内，除非履行要约，否则要约人不能购买股票。威廉姆法认定任何欺骗性行为，包括与要约有关的内幕交易均是非法的。

该法规定了目标公司针对要约回应的义务。它要求目标企业在10个工作日内通知它的股东有关收购要约的情况。目标企业管理层必须披露任何的利益冲突，也必须避免故意的误导陈述。

因为美国的公司都是根据州法律注册成立的，所以，一项收购的结构一部分涉及州法律，一部分涉及联邦法律。一些州的法律最近允许目标公司做出某些防御措施，例如驱鲨剂(Shark Repllents)和毒药丸子（见第十二章），从而使公开收购更加困难。

4．欧洲大陆对收购要约的监管

几乎没有一个欧洲大陆国家采用英国风格的收购守则，尽管最近几年许多国家根据守则的某些原则引进了一些规则和指导意见。在这一节，主要介绍一些欧洲国家监管条例的梗概。读者必须明白下面的叙述并不详尽（进一步详细资料，见卡林托（Carringto）和帕斯波·德·阿兰乔（Pessoa de Araujo）(1994))。

在荷兰，荷兰社会和经济委员会出版的富斯耶（Fusie）守则，在收购公众公司期间要遵守。这个守则要求向目标企业所有股东完成以一个固定价格的全面收购，但没有强制性收购的要求。所以，不允许歧视性价格的要约。收购要约必须公开宣布，必须对目标企业股东提供充足的信息。目标企业管理层必须就收购陈述自己的观点，没有好的理由不能试图破坏它。所有目标企业股东必须公平对待。要约不应是虚假的或误导的。富斯耶守则不是法律，但违犯了守则就会导致公众的指责。当达到5%、10%、25%、50%和66.66%等持股比例界限时，必须披露。没有强制购买少数股东股票的条款。

在法国，收购条例导源于法律，并被三个机构监督和执行。条例规定一个强制性收购要达到目标企业股票或投票权的1/3的界限，强制性收购必须针对所有的剩余股东。类似地，持股比例在界限之上和50%之间，如果年度购买目标企业股份超过2%，再次要求一个强制性收购。收购的监管机构可以禁止一个低价格的收购要约。要约时间表从要约公布开始，持

续到随后的 28 个股票市场交易日，必须向全体股东做出信息的全面披露。当股东持股比例达到 5%、10%、20%、33.33%、50%和 66.66%时，要求披露。完成一个成功性收购之后，没有强制收购少数股东股票的条款。

在德国，公众公司的收购，特别是敌意收购，非常罕见，但也有公开收购行为的指导意见。在指导意见中，强调对目标企业股东不歧视的原则。强制收购只在一个非常有限的情况下使用，例如保护少数股东。股东持股比例披露的界限在过去是 25%和 50%，但最近修改为 5%、10%、25%、50%和 75%。没有强制性购买少数股东股票的条款。

在瑞典，斯德哥尔摩股票交易所出版了大量的关于公众公司收购行为的指导意见。规定目标企业股东的平等待遇。目标企业的管理层必须把收购的信息通知股东，并表达他们自己的意见。必须提供有关要约充足的信息，使股东评价要约。瑞典公司法规定了要约文件的内容，允许对少数股东的强制性收购。没有确定强制性收购的界限。

从上面对不同国家监管体系的简单总结，可以清楚地看出在这些国家存在着较大的分歧。这样一个分歧也许会为跨国收购造成障碍，或者至少提高了跨国收购的成本（见第十六章对跨国收购壁垒的进一步讨论）。然而，欧洲大陆朝着英国式的监管制度靠近是一个趋势。欧共体建议的收购方针反映了这种趋势，尽管在许多重要方面它不同于英国守则。

5. 收购条例和收购活动

英国守则、金融服务法和 1989 年公司法都要求，对股票实际的或潜在的收购必须进行广泛地披露。做出这样的披露要求可以提高收购溢价和减少收购的盈利性，从而减少潜在收购公司从事收购的激励性。

当目标企业的有效控制权让渡给收购公司的时候，守则也规定了一个强制性收购，以确保目标企业股东有机会决定他们是否仍就作为股东。此外，强制性收购和自愿性收购要约适用于所有目标企业股东。这些规则会过分保护目标企业股东，增强他们对收购公司的影响，从而导致较高的收购溢价。他们会阻止有盈利和创造价值的收购吗？如果创造价值的收购被阻止，从总体上来说，其后果是经济福利的损失。下面我们试图回答上述问题。

格罗斯曼（Grossman）和哈特（Hart）提出了在一家目标企业所有权结构和收购公司做出收购决定的激励机制之间的“无票乘车者”关系模型。在这一模型中，假定是强大的少数股东权益型的美国体制，目标企业被众多的小股东拥有（一个原子式股东结构）。每一个股东，都相信自己的决策对一项计划周密的收购能否成功影响甚微，如果他预期其他股东会接受要约，则他就可能有拒绝要约的动机。而在目标企业由收购公司控制情况下，股东的预期是参与目标企业收购后的业绩改进工作。

每一股东都希望以无票乘车者身份接受同伴股东的决策。

进一步，每一个股东也希望成为收购企业的“无票乘车者”，因为他希望在收购者努力提高目标企业盈利潜力过程中获得收益。假如所有的目标企业股东都有此种希望，那么收购将会失败。所以，这种行为会阻止价值创造的收购。也就是说，假如潜在收购公司对大量的这种股东不得不让渡所有附加价值，那么他没有任何激励机制去增加研究价值创造收购机会的成本和有关收购的费用（见第八章）。

格罗斯曼和哈特认为，在美国威廉姆法的披露要求会使无票乘车者问题更为严重，因为美国阻止潜在的收购公司在公开收购之前暗中收集重要的股权（少数股东）。一个少数股东体制允许收购公司保留一些在收购后它带来的价值改进。这就补偿了收购公司完成收购的成本。格罗斯曼和哈特提出了这一问题的修补方法——收购公司在目标企业被收购后减少少数股东的权益。这样一来，权力的冲淡将允许收购公司保留收购的一些收益。

在英国，“无票乘车者”问题就不十分严重。根据雅路（Yarrow）的报告，英国对保护少数股东反抗大股东的压迫是非常薄弱的。不过，1985年公司法允许一个收购公司一旦购买95%目标企业的股票，就可以强制收购少数股东的股票。所以，在这种激励机制情况下，“无票乘车者”现象的出现是很小的。的确，小股东由于被锁定在少数股东的位置上，因而需要保护。守则要求待遇和信息披露的平等，如同除在非常严格的环境下部分收购被禁止一样，设置某些平衡支持小股东。所以，雅路的论证表明，英国监管制度对盈利性的收购要约不提供任何非激励机制。

由原子式股东假定构成的格罗斯曼和哈特模型，在出现了大量的、重要的机构股东持有大宗股份情况下，其说服力也是很微弱的。不过，套利者的出现（见第七章），缩小了目标企业股票价格和市场之间的差别，导致大宗股票持股的积累。内幕交易，尽管被法律禁止，也允许如此巨大股票的积累。所以，这些与格罗斯曼和哈特假定的偏离，可以减轻“无票乘车者”的影响，并允许一个较高水平的收购活动。我们已经在第一章看到了收购活动热潮的经验数据。这表明由于罗尔（Roell）描述的抵销因素，无票乘车者问题已经明显地减轻。

6. 小 结

本章讲述了英国收购监管的法律和非法律框架，检查了收购和兼并的程序。城市收购兼并委员会对收购和兼并的作用以及守则对公众公司收购的监管，也加以详细地论述。在英国这种独特的非法律和自律体系的优点和不足之处也被描述。英国的收购也受到法律规则的重要影响。

我们还阐述了欧共体目前为发展一种共同的收购监管制度的尝试以及对其缺陷的批评。对美国和一些欧洲大陆国家的收购条例的讲述使读者能够评价两者的不同之处。我们也提到了欧洲大陆国家英国式监管的趋势。我们还讨论了收购监管对收购活动水平的影响，以及如此监管是否阻碍了价值创造的收购要约。

参考文献

[1] Begg, P. F. C. (1991) *Corporate Acquisitions and Mergers* (3rd edn), Graham and Trotman.

[2] Carrington, N., and B. Pessôa de Araujo (1994) *Acquiring Companies and Businesses in Europe*, Chancery Law Publishing.

[3] Dimson, E. and P. Marsh (1988) *Cases in Corporate Finamce*, John Wiley.

[4] Franks, J., and R. Harris (1989) 'Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experienec 1955 - 1985', *Journal of Financial Economics*, 23, 225 - 49.

[5] Grossman, S., and O. Hart (1980) 'Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation', *Bell Journal of Economics*, 11, 1, 42 - 64.

[6] Kamath, L. (1993) 'France is different', *Mergers and Acquisitions International*, January, 18 - 22.

[7] Popper, M. (1993) 'The Anglo - Saxon invasioln', *Mergers and Acquisitions International*, February, 14 - 18.

[8] Roell, A. (1987) 'Regulation of takeovers', London School of Economics Discussion Paper 003.

[9] Stedman, G. (1993) *Takeovers*, Longman.

[10] Yarrow, G. K (1985) 'Shareholder protection, compulsory acquisition and the effciency of the takeover process', *Journal of Industrial Economics*, 34, 1, 3 - 16.

七、收购的顾问

尽管在最近几年收购兼并已经大量增加，但对大多数公司而言，收购兼并发生的并不频繁。所以，除了频繁收购公司的大企业之外，一般企业不可能有足够的内部专家来执行一项收购。因此，在收购兼并过程中，企业不得不寻求外部顾问的帮助。此外，因为收购兼并服从于反托拉斯法和其它的监管条例，顾问们熟悉这些条例规则，能够指导企业恰当地遵守，所以顾问是必不可少的。由于一项收购涉及到股权或资产的转移，因而完成这些转移的合同要有专业律师精心制作。

目标企业的资产评估是一项收购的一个重要方面，对收购企业和被收购企业双方未来的展望需要大量的技巧和判断。这个操作要求对收购战略领域的理解和与之相关的评估模型。这又需要外部专家来完成。

本章讲述在一项收购中需要涉及的不同的顾问。详细讲述商人（投资）银行的重要作用以及它们对收购公司和目标企业的职责和关系。也将讨论其他顾问的作用，例如律师、会计师、战略顾问、投资者关系和公共关系顾问以及环境顾问。他们也可能参与一项收购或一项竞争性收购中的防御。

1. 顾问在收购中的作用

一项收购一般会涉及到下列顾问中的一个或多个：

●商人银行

●律师

●会计师

●股票经纪商

●投资关系顾问/公共关系顾问

●战略顾问

●环境顾问

此外，公司也经常雇用业务经纪人或者特别收购顾问去寻找潜在的收购目标。

在一项收购交易中，对上述顾问的需要取决于企业内部专家对公司的适用程度，以及股票交易所的要求和交易的复杂程度。例如，一家私人公司的收购或者另一家企业的分离，可能并不需要股票经纪商或者一个投资关系顾问。一些收购也不涉及环境问题。一些小的交易经常由企业会计师帮助处理，而不需要一个商人银行参与。

一个收购公司对外部建议的需要是不同于一家抵御一项敌意收购公司的。一些顾问，例如商人银行，专门服务于敌意收购或目标公司。顾问在他们提供的服务范围方面也不同。

在收购和公司重组的顾问服务领域，竞争日趋激烈，顾问提供服务范围相互交叉：例如，会计师提供公司财务建议，他们也为公司的战略咨询目标提供战略评估建议。律师也在蚕食

商人银行发挥传统作用的领域。不过，在英国至少在对公众公司的收购中，商人银行的作用仍然是首位的。

2. 商人银行

英国的商人银行同他的同行，美国的投资银行，它们在一项收购要约中发挥作用的能力是不同的。英国的有些商人银行是金融服务混合体。英国多种服务的商人银行的例子是施罗德（Schroders）公司、巴克莱·德胜（Barclay de Zoete Wedd）公司、华宝（S. G. Warburg）公司。在美国，则有高盛（Goldman Sachs）公司、摩根·斯坦利（Morgan Stanley）公司和所罗门兄弟（Salomon Brothers）公司。

商人银行提供的服务包括公司财务服务、股票经纪、基金管理和证券交易。公司财务服务包括公司及其业务的评估以及为公司的项目安排融资计划。一家商人银行既可以为收购公司效力，也可以为目标公司服务。尽管一些公司开发了其他方面的专家：例如，高盛公司在敌意收购的防御中享有巨大的声誉。商人银行一般可以担当顾问职位。然而，在英国他们在执业时通常有原则——例如，在承销一个现金收购要约或者一个交易的融资中。

一家商人银行在为收购公司担当一个顾问时提供的服务如下：

●发现收购机会；例如寻找一个收购目标。

●从收购公司的战略和其它方面评估目标企业；估价目标企业；提出“公平价值”建议。

●为交易设计适当的融资结构，包括要约价格、支付方法和融资的渠道。

●在友好/敌意收购中作为代理提供谈判技巧和策略的建议。

●收集有关潜在的收购对手的信息。

●设计出目标企业股东能有效地接受收购的方案，帮助收购公司展示这种方案和巡回推介。

●收集来自股票市场上有关金融机构对收购要约及条件的态度的反馈。

●帮助准备要约文件、利润预测、股东通知和通讯稿，确保准确无误。

对目标公司提供的服务如下：

●监视目标企业股票价格，追踪潜在的收购公司，对一个可能性收购目标提供早期的警告。

●制造有效的收购防御策略，例如增加股息。

●评价目标企业和它的组成业务，以便在谈判中达到一个较高的要约价格；提供对要约的公平价值建议。

●帮助目标企业和其会计师准备利润预测。

●发现白衣骑士或者白色护卫阻止敌意收购。

●作为它的防御策略的一部分，安排目标企业资产的分拆或者管理收购的买者。

●收集来自金融机构有关要约的反馈和要约被接受的可能性。

在第八章和第十二章讨论形形色色的收购和防御策略。在设计这些战略时，商人银行依靠这一工作组的其他顾问。例

如，在准备反托拉斯调查的案例中，律师的作用是首要的。在设计合理的收购公司战略以及对防御战略挑毛病方面，战略顾问的作用是重要的。

如果商人银行在某一领域没有足够的专家，另一顾问将被雇用，例如一个评估企业的会计师。如果几家顾问被涉及到，这些顾问小组的协调就变得十分重要。在英国最常见的协调人是商人银行家，尽管在较小的交易中，会计师或律师也可以担当此任。

商人银行通常应收购公司和目标企业的请求，提供支持他们决策的“公平价值”建议，并把这些决策推荐给各自的股东。这一点我们可以回顾到第六章，根据伦敦股票交易规则，超级 1 交易必须需要收购公司的股东批准。为了获得股东的批准，收购公司可以引用它们的商人银行家的公平价值建议，正如案例研究 7－1 所示。有时一家商人银行会为建议目标企业管理层接受一项低价值收购而受到批评，如案例研究 7－2 所示。

案例研究 7－1　来自商人银行的公平价值意见

1992 年 6 月，约克谢尔（Yorkshire）电视台向蒂尼·蒂斯（Tyne Tees）电视台提出了一项价值达 2980 万英镑的收购要约。巴林兄弟（Baring Brothers）公司是约克谢尔电视台的商人银行顾问。卡列恩奥特·本森（Kleinwort Benson）公司则是蒂尼·蒂斯公司的顾问。

蒂尼·蒂斯电视台将收购要约介绍给它的股东，说“公司董事会已经接受卡列恩奥特·本森公司的如此建议，考虑后认

为要约条件是公平的、合理的”。

资料来源：公司的通告和推荐信。

案例研究 7-2 巴林兄弟公司为低价值建议遭到非议

1994 年 7 月，泰斯克（Tesco）公司对威廉·劳公司（William law）——一家苏格兰杂货店集团，提出了一项价值 1.54 亿英镑的开放式的收购要约。这个要约被巴林兄弟公司所支持，并推荐为“公平和合理的”。泰斯克公司的要约受到赛恩斯贝瑞公司（Sainsbury）收购要约的挑战。泰斯克公司被迫将其要约提高至 2.47 亿英镑才得以获胜，这一下子比原先的出价提高了 60%。威廉公司和巴林公司为他们最初的推荐声辩道，他们是通过正在进行的审计认识到公司全面价值的。不过，《金融时报》1994 年 8 月 4 日，莱克斯（Lex）的专栏评论道：“如果顾问想维护他们的信誉，他们要认真考虑不要让他们名字太随便使用。”

资料来源：《金融时报》，1994 年 8 月 4 日。

商人银行在收购期间是收购公司和目标企业想要估价市场的“耳朵和眼睛”。由于机构股东持有大量股票，所以对这些机构投资者来说，一个说服性例子对收购要约的完成或者保持目标企业的独立性等方面特别重要。在许多情况下，一个收购要约的结果随机构股东的决定而决定。机构展示的重要性体现在案例研究 7-3 中。

评价有关收购或防御的市场意见对修改战术和要约条件是必要的，这一点在 IMI 公司对伯明翰·明特（Birmingham

Mint）公司的收购中表现出来（案例研究 7－3)。某些商人银行对市场意见比其他人有更敏锐的嗅觉。具有证券交易或股票经纪的商人银行可能在这条件下可以更好地装备，因为这会帮助商人银行更加接近市场。相应地，股票经纪商正常情况下也是一项收购顾问小组的组成部分，他能收集市场情报。

案例研究 7－3　IMI 公司恳求机构打败伯明翰·明特公司

1 990 年 10 月，IMI 公司对伯明翰·明特公司提出 1 400 万英镑的敌意收购要约。最初的出价是每一普通股 85 便士。伯明翰公司在第一个收市日之前将 IMI 公司的条件提供给其机构股东，这给 IMI 公司更多的时间由萨麦尔·蒙塔古（Samuel Montagu），IMI 公司的商人银行顾问筹划它自己的介绍。机构股东对 IMI 公司的反馈表明要约价格增至每股 95 便士将获得成功。此后，IMI 公司以每股 95 便士的价格从一家基金管理人手中购买了伯明翰·明特公司 15.8％的股份，并随后将要约价格提高到 110 便士。为了确保胜利，它从一家金融机构手中购买了另外 4％伯明翰·明特公司的股份。这个要约最后成功了。

资料来源：《收购月刊》，1991 年 4 月。

在美国，许多投资银行（以套利者知名）设立风险套利部，为了获取市场和要约价格的差价，他们将持有的收购公司的股票变成目标企业的股票或者相反。这种证券交易又能使投资银行扩大它的市场情报能力。尽管风险套利在英国不如美国

普遍，但对它不能不知。如案例研究 7－4 所示，在这个案例中，所罗门公司并不是为收购公司或目标企业效力的。

案例研究 7－4　所罗门公司用风险套利方式获利

泰斯克公司对威廉·劳公司的现金收购以一项换股选择完成。所罗门国际公司，一家投资银行，匆忙购买劳公司 10% 的股份和卖出泰斯克公司股票以便在两种股票之间套利。人们认为，所罗门公司的目的是从两种公司股票选择中获益。

资料来源：《金融时报》，1994 年 8 月 5 日。

在 80 年代早期进入英国收购兼并舞台的美国投资银行，也给英国带来了许多在美国市场形成的防御技术。其中为分拆和购买寻找白衣骑士和买者。1985 年高盛公司面对来自 BTR 公司的一个敌意收购，设计了一个美国式顿隆普（dunlop）权益的购买。结果，BTR 公司被迫将收购要约从最初的 3300 万英镑提高到最后和成功的要约 1．01 亿英镑。

（1）商人银行和城市守则

城市守则（一般原则导言部分，1993 年）给商人银行财务顾问一个特殊的地位，对他们在公众公司收购行为中设定了特殊责任。财务顾问必须做到如下几个方面：

●遵守城市守则。

●确保一个要约人和受要约公司及他们各自的董事能清楚地认识到，根据守则他们所要承担的责任并履行这些责任。

●确保在必要时间向委员会咨询。

●与委员会展开的任何调查通力合作。

●避免利益冲突。

所以，商人银行在对客户扮演“提醒者”角色时，要一丝不苟地遵守守则。有几个例子如案例研究6-2所示，一些投资银行过于热衷于违犯规则，因而受到委员会的严厉谴责。如果某银行是一家具有做市或基金管理目的的金融混合体，那么利益冲突就要特别注意。

对相关做市商来说，对他们交易的详细披露是豁免的，以便他们正常的业务过程不受影响，而其他的一致行动人士的交易需要披露。但是委员会通过38条确认，通过做市商私下隐蔽地购买目标企业的股票不能被豁免，如案例研究7-5所示。这种行为被当作是对守则的严重违犯。

案例研究7-5　同豁免的做市商交易招致委员会指责

1988年1月，皮奇（Peachey）地产公司对不动产公司做出了一个现金收购要约。它的经纪人，菲利普斯（Philips）公司和德鲁（Drew）公司，代表皮奇公司从豁免的做市商华宝集团的附属企业华宝证券公司手中购买了不动产公司0.8%的股份。而华宝集团的另一家附属企业华宝有限公司则充当皮奇公司的财务顾问。委员会判定买卖触犯了38条，明令股份出让给与皮奇公司无关的投资机构。菲利普斯公司和德鲁公司、华宝证券都因粗心大意违犯规则受到委员会的批评。

资料来源：《委员会报告书》，1988年5月号。

(2) 商人银行的财务支持作用

商人银行在以下领域经常向他们收购兼并的委托人提供支

持：

●既购买收购公司的股票，也购买目标公司的股票。

●承担一项股票要约，以便对目标企业股东提供一个现金选择。

●为一项现金收购安排融资。

●作为主干事为收购融资。

根据守则，在遵守披露规则和监管最高价规则条件下，在第六章讲述的一致价格和强制性现金要约等股份支持运作是允许的。代表收购公司购买目标公司的股票，如案例研究7－5所示，时间性非常重要。商人银行为一个现金选择的股份要约担当主承销商时，尽管他们自己在某些地方仍旧抛头露面，但是他们主要是同金融机构进行分销交易。承销可以是常规的以认股权的形式发行，或者视收购成功与否而定。两种承销形式之间的差异在第十一章讨论。

案例研究7－6　商人银行为支持要约人而购买目标企业股份

1994年4月，石油企业公司（Enterprise Oil）向他的竞争对手拉斯莫公司（Lasmo）提出了一项价值16亿英镑的混和证券要约。就在1994年7月1日最后截止日前，石油企业公司的两家商人银行顾问之一，沃伯格（S. G. Warburg）从机构投资者处以高于市场价1.7亿英镑的价格购买了10%的目标企业股份。尽管如此做了最后的努力，收购要约还是失败了，石油公司由此损失了3 000万英镑。此外，如果这次要约是向上述机构投资者直接发出的，他们可能已经接受了。

虽然，这次收购支持战略是错误的。

资料来源：《金融时报》，1994年7月25日。

安排收购融资要求商人银行有大量的发行权。这种资格的取得一般而言取决于银行在公司融资中的声誉，以及支持良好收购的原有业绩纪录。虽然甚至较小的商人银行也能够成功地发售收购公司的证券募集资金，但作为选择交易的一部分或全部融资的银行自身也需要一个“深口袋”。这就是一家大的银行集团的商人银行分部具有较大竞争优势的原因所在。一家商人银行作为主干事为收购融资的情况在案例研究7－7中给出范例。

案例研究7－7　萨麦尔·蒙塔古公司为WPP公司收购华特·汤姆森（Walter Thompson）公司融资

1987年6月26日，WPP公司，一家拥有净资产刚好达到200万英镑的英国企业，赢得了对一家历史悠久的广告代理商——华特·汤姆森公司5.66亿美元全部现金收购竞争的胜利。现金是通过认股权证的发行形式提供的。但萨麦尔公司在随后的分销之前，最初是以看门信用的形式承销了发行权。此外，它还向由WPP公司新建立的一家海外公司投资1 400万美元，以回避根据伦敦股票交易所规则所规定的获得股东批准的条款。

资料来源：《收购月刊》，1987年9月。

(3) 律师

在其他顾问之中，不论是私人公司还是公众公司的收购，

律师几乎总是参与其中的。作为一项收购的组成部分，律师在从事审慎调查审计中发挥了重要的作用，尽管在执行此种任务时也需要其他专家例如特许权调查人和风险保险人。一个审慎调查审计的重要作用如下：

●调查会计师报告，检查目前企业的经营成果和前景、资产负债表、会计政策、财务体制和控制权。

●对目标企业的战略评价，例如评价目标企业的战略实力和不足，以及它的战略对收购公司的适用性。

●所有权调查，例如建立法律资格和资产评估。

●目标公司流动负债和或有负债的评估，例如应付税金或者养老金亏空，多余支付，未决的诉讼以及环境保护法或惯例规定的强制性义务。

●涉及目标企业安排的风险和保险的评价，例如，实物资产的保险，以及负债的保险，包括产品负债或董事和管理人员的负债。

●担保书和赔款保证书。

担保书和赔款保证书以及销售合同都是律师的职责范围。担保书是卖方做出的契约性的陈述，如果它是不真实的，买者有权宣布毁约。例如，担保书保证卖者对其名下的财产有完全所有权，或者最近的帐目是真实的、准确的。赔款保证书类似于担保书，但它保证卖者将补偿买者在特殊情况下万一发生的损失。例如，一个赔款保证书可以包含潜在的但不披露的税务责任。

在一项收购中对目标企业审慎调查审计的重要性，在1987年费伦提（Ferranti）公司对一家美国国防公司——国际

信号和控制公司灾难性收购中，最富有戏剧性地体现出来了(见案例研究7－8)。在一家公众公司成为目标企业的情况下，审慎调查审计的范围非常有限。

案例研究7－8　费伦提公司购买一个幻影目标

英国国防电子公司费伦提，渴望在较大的美国国防合同业务中站稳脚跟。它以2.15亿英镑的友好出价收购了国际信号和控制公司，一家未在英国上市的公司。在收购之前，国际信号和控制公司的帐目已全部审计。收购后，费伦提发现，国际信号和控制公司帐本包括了价值高达2亿英镑子虚乌有的销售合同和转包合同。费伦提公司不得不取消对国际信号和控制公司的全部投资。国际信号和控制公司主席，詹姆斯·格瑞恩(James Guerin)，过后被指控为犯欺诈罪。1993年费伦提公司，在此项收购前资产达10亿英镑，由于收购失败，被迫进入财务清算。

资料来源：《金融周刊》，1989年12月19日；《金融时报》，1993年12月2日。

英国的律师在公众公司收购业务中获得的收入比他们美国的同行低得多。在80年代，后者作为投资银行的超级明星而四处可见。例如，美国瓦赫特尔·利普顿·罗森·卡茨(Wachtell, Lipton, Rosen, Katz)律师行的马丁·利蒲东，是著名的毒丸防御计划的先驱(见第十二章)。大多数在敌意收购中的重大创新都来自于律师。

在英国，律师费希费尔德(Freshfields)在金矿(Gold-

fields）联合公司对米诺克（Minorco）公司的防御中，发明了“维生素丸”。案例7－9对此加以介绍。尽管联合公司还使用了其他更有效的防御策略，但是它打败了袭击者。联合公司同一年又被汉森公司收购。

律师在为公平贸易局、垄断和兼并委员会、欧洲委员会提供反托拉斯调查所准备的提案中发挥着一个重要作用。尽管守则特别强调它的诉讼程序必须是以非法律方式进行，但是律师还要参加向委员会准备的辩护。

案例研究7－9　金矿联合公司用一个维生素丸支撑它的防御

1989年面对来自米诺克公司价值32亿英镑的敌意收购，金矿联合公司要求向它的股东支付每股总值6英镑的现金分红，假如公司在未来三年里累计每股收益没有达到400便士的目标。为此，公司以6英镑分红作为附加条件，发行一种可以行使投票权同意分红的特别优先股。假如目标公司每股收益被满足，则特别优先股将无效。

资料来源：《金融周刊》，1989年4月6日。

（4）会计师

会计师从事审慎调查时，通常是在一个较广泛的范围内进行，主要包括购买前的了解、购买调查和收购审计。购买前的了解可以提供有关目标企业有限的信息以及企业所处产业和产品畅销的原因，但会计师的这种了解并不能取代战略评估。购买调查的主要目的是确定与目标企业评估相关的重要问题，或

者是担保书和赔款保证书的取得。这些重要问题包括目标企业的会计政策和财务预测，以及这些预测背后的重要商业假定。

收购审计，仅适用于是目标企业一家私人公司的情况。收购审计主要检查公司会计的质量以及从事调查的会计师对这种会计质量的评价。在此基础之上，购买者可以从卖者手中得到一个适当的保证书。

会计师也涉及利润预测的准备工作，这种预测常常会被收购公司或目标企业用来增强或反对收购要约的实力。正如在第六章所指出的，这种预测必须是以高标准的审慎和准确来准备。财务顾问要为他们执行这些标准负责。

(5) 其他顾问

股票经纪商通过他们在收购公司团体和投资者之间发布与收购有关的信息，作为一种联系渠道发挥着重要的作用。在收购期间，他们参与股票的市场买卖。此外，当收购融资包含新证券的发行时，他们则作为发起人发行。最后，他们也可以承销一个股票要约以便提供现金选择。

战略顾问被邀请以收购公司自身的战略标准评估目标企业的吸引力，以及评价收购价值创造逻辑。近来，由于在许多不同的国家迅速发展的环境保护法，故而收购公司要考虑满足这些法律的潜在成本，以及目标企业未能满足这些法律所招致的责任。后者将影响到以目标企业确认基础上的买卖价格或者选择形式。案例研究 7 - 10 表明未执行环境审计的高昂代价。

案例研究 7 - 10　比泽尔（Beazer）公司为环境清洁支付巨款

一家英国建筑公司比泽尔公司1988年以17.2亿美元的代价收购了科伯斯（Koppers）公司，一家美国建筑联合集团。当比泽尔公司其后在剥离科伯斯公司化学制造权益的时候，发现污染清除的支付估计高达2.96亿英镑。比泽尔公司声称，自从管理层购买了公司业务后，就从未接受过这种支付要求。尽管这是比泽尔公司收购科伯斯公司之前引起，但也反映了比泽尔公司未能做充足的环境审计的责任。

(6) 公共关系和投资者关系顾问

公共关系顾问和投资者关系顾问在竞争性的收购中发挥着重要的作用。投资者关系顾问的责任是让股东和潜在的投资者对收购或者防御的优点确信无疑。公共关系顾问的责任更广，因为对公共关系顾问来说，目标企业所涉及的不仅仅是股东，还有新闻界、员工、政治家以及监管机构。但这两个称呼经常被替换使用。大量的英国公司在他们的公司顾问小组中雇用公共关系顾问作为他们长期的收购防御计划的组成部分。

在一个竞争性的收购中，重要的是使收购和防御辩论有理有据。公共关系顾问的作用在于准备要约和防御文件以及对股东信函中的遣词造句，以便提出的辩论既清楚又有说服力。在出版媒介及广播电视上做广告，也要依据公共关系顾问的建议行事。公共关系顾问专家在收购期间的问题辩论场合中，经常应付非常困难和敏感性的问题。例如，对一家过去业绩平平的目标公司的一个乐观性的利润预测，即便不引起人们的嘲笑，自然而然地也引起人们较多的怀疑。这时候就需要公共关系顾问来做工作，使人们确信预测。公共关系顾问也指导公司的执

行总裁，如何面对众目睽睽的新闻媒介保持应有的姿态和自信。

公共关系顾问也对收购战术以及对方有效的反击提供建议。公共关系顾问成为一项收购或者防御顾问小组成员的情况日趋增加，但他们的活动需要监管以便他们一直与城市守则保持一致。公共关系顾问在商人银行领导的防御策略中有时由于过分热心和过多的报酬，也会遭致委员会的指责（见案例研究6－2）。

3．顾问的责任

当顾问参与到公众公司的收购要约中时，守则对其责任做了强制性规定。对那些依靠顾问们提供的信息和建议导致的损失或毁坏的责任程度则由法庭来决定。正如案例研究7－11所述，在收购期间对那些违犯或者忽视信息条款的商人银行和其他顾问来说，其代价相当昂贵。当然，这种例子较少。

(1) 在顾问关系中的利益冲突

当顾问从事一项收购行动时，收购公司和目标公司双方都必须认识到顾问所面对的潜在的利益冲突。当顾问费是以一个固定的费用支付而不考虑收购的结果时，这种情况的利益冲突比他们的顾问费以与收购成功相连时候的利益冲突轻得多。一般而言，除投资银行以外的顾问，其费用之支付都是与他们的投入相关的，例如工作小时的多少。

商人银行的费用结构有一个偶然的因素，在一项成功性收购或防御中可能更高。此外，他们的费用也与收购金额大小相

关。由于前者的影响，不管一项收购的优点如何，商人银行都有动力促使收购协议达成。由于后者的影响，他们也有动力建议或鼓励收购公司支付额外的收购溢价。在对英国收购调查的经验数据表明，一些收购公司感到他们已经陷入到为结束交易而不能自拔的地步（见第四章有关公司——商人银行关系的深入讨论）。

所以，就商人银行而言，阻止这种机会主义的刺激是什么呢？最重要的是商人银行要捍卫它们的声誉资本。归根到底，如果一家商人银行坚持追求机会主义，那么它很快就会丧失机会。其次，费用结构不应过分偏重于收购是否成功的结果。一位准备充分和有经验的收购公司或者目标公司的管理者将会避免这样一个激励结构。

(2) 顾问作用的最新趋势

从传统上看，会计师既参加一项财务和会计政策的审慎调查工作，也对一项收购有关的会计和税务问题提供咨询。他们还提供利润预测和目标公司的价值评估。

涉及承销、融资、权证发行或者提供资金的公司金融工作，是商人银行份内的事。这能促使他们承担顾问的领导作用，特别是在公众公司的收购中。然而，最近几年大的会计师行已经提出承担如此顾问作用的要求。例如，世界顶尖六大会计师行之一的毕马域会计师事务所，1993 年有 91 项交易，金额高达 13 亿美元，他们比一些大型的英国商人银行，例如萨麦尔·蒙塔古公司在担当收购兼并领导顾问角色时更加积极。在跨国收购中，大的会计师事务所可能比商人银行更具有竞争优势，因为他们有自己的国际分支机构和联属企业的网络。

由于收购兼并、监管条例日趋复杂的特征和公司倾向于诉讼的情况，因而律师的作用在最近几年日益重要。不过，在第六章讨论的欧洲委员会直接体现在收购兼并的措施，将使收购兼并监管条例更具有法律操作性，这将给欧洲的律师在担当收购兼并领导作用方面比美国的同行有更大的余地。

案例研究 7－11　商人银行的风险曝光

希尔·萨麦尔（Hill Samuel）公司违犯守则和支付赔偿：

T&N 公司对 AE 公司提出了一项 2.57 亿英镑的收购，其顾问是商人银行希尔·萨麦尔公司。恰在收购结束之前，T&N 公司在 AE 股份的一些热闹交易后因 1%的差额而失败。希尔·萨麦尔公司和股票经纪商卡恩维（Cazencve）公司因没有向购买 AE 股票从而阻止 T&N 公司获胜的第三方披露明确的协议，受到指控。随后收购兼并委员会以 12 个月的暂禁期推迟了这项收购，并允许 T&N 公司届时可以重新收购。T&N 公司最终以 2.78 亿英镑的较高收购要约获得胜利，并诉讼希尔·萨麦尔公司支付 2 100 万英镑的差价。1990 年 1 月，两家公司私下了结了这场官司。

言语疏忽导致萨麦尔·蒙塔古公司付出高昂代价：

1987 年 8 月，英国及共同财富公司以 2.8 亿英镑的出价，同夸迪瑞克斯（Quadrex）公司谈判出售它的一部分业务。萨麦尔公司担当其财务顾问。当被问及夸迪瑞克斯公司有关购买的融资问题时，萨麦尔·蒙塔古公司的伊·麦克爱托奇先生（IanMcIntosh）未有任何限定条件地回答道，“他们有足够的钱”。随后，夸迪瑞克斯公司未能筹集到收购所需资金。1990

年B&C公司管理该企业。该公司向萨麦尔公司提出指控，法庭判定萨麦尔公司支付1.7亿英镑的赔偿。

希尔·萨麦尔公司为不准确的防御文件负责：

1995年12月，摩根·库斯波 （Morgan Crucible）公司向第一城堡公司提出收购要约，希尔·萨麦尔公司担当财务顾问。在收购期间，第一城堡公司和希尔·萨麦尔公司发布了防御文件和通告，在这些文件中他们做出的利润预测比前几年高出38%。审计师杰金斯（Jukkins）公司和希尔公司双方均证实利润预测已经被恰当地编制。库斯波公司以一个修改的要约赢得收购的胜利。1987年，库斯波公司向希尔公司、审计师和第一城堡公司的董事提出诉讼，声称利润预测是错误的、是草率做出的。申诉法庭判定目标公司的董事、审计师和财务顾问在这项竞争性收购中，要为收购公司编制的、能够依靠的可预见的财务报表负责。

资料来源：分别是《金融时报》，1990年4月1日；《卫报》，1993年10月19日；《金融时报》，1990年10月30日。

4．顾问影响的经验数据

从事收购兼并的公司要询问的一个重要问题是，一个顾问的选择对收购结果或者收购成本带来的差异。在英国回答这一问题的经验资料几乎没有。在美国，鲍尔（Bowers）和米勒（Miller）就以下有关挑选高质量投资银行家的收益的两个命题作了考察：

1）是否公司挑选了一家一流的投资银行家比不挑选这样

一个投资银行家，在收购中创造的总的财富要大？

2）选择一个较高声誉的投资银行家会比其他公司选择那些与之相关的投资银行家，给公司的股东增加更多的财富吗？

为此，鲍尔和米勒用114宗收购做样本，将投资银行区分为一流和二流的顾问。他们用每天的收益和市场模型（见第十二章）测定收购公布之时的非线性收益。他们发现当至少有一家公司选择了一流的投资银行家的时候，两家公司股东的总收益确实较高。然而，他们发现没有数据表明一流的投资银行家就是收购谈判中的超级的讨价还价专家。即便当其对手雇用了二流的投资银行家，公司股东也不能从一流的投资银行家的选择中获益。

对顾问调查的经验数据

在对200家公司1987年和1989年之间所做的251项收购的调查中，有以下几个关键问题：

●在几乎所有的交易中，均有会计师和律师。

●有53%的收购案例任用了商人银行，而其中33%商人银行担当顾问组的领导人。除此之外，律师担当顾问领导人。在超过2 000万英镑的大型交易中有80%的案例任用商人银行。

●商人银行接受的费用在交易金额的1%到1.5%之间。他们在所有顾问中是报酬最高的。会计师和律师收入主要是按他们的工作日支付。

●对支付水平满意程度最高的是律师，但其比商人银行的收入低得多。许多公司感觉到给商人银行付得钱太多了。

第二项调查表明，一些收购公司对投资银行过高的收费表

示不满，从而终止收购交易。此外，这项调查也表明律师和商人银行的满意水平同前面的调查一样。这表明似乎世界上所有的人都喜欢律师，而一个商人银行家就不那么可爱。

5. 小　结

本章讲述了不同类型的顾问在收购中发挥的作用，揭示了商人银行在英国公众公司收购中的中心作用。根据守则，顾问的责任特别是商人银行是极端严格的。也讲述了当商人银行未能履行这些责任后所面临的风险。讨论了在收购公司和防御公司及他们的顾问之间的利益冲突问题，以及将冲突减至最小的因素。也提供了有关对股东财富影响的经验数据以及对使用顾问的满意程度的调查数据。

参 考 文 献

[1] Bowers, H, and R. Miller (1990) 'Choice of investment banker and shareholders' wealth of firms involved in acquisitions', *Financial Management*, Winter, 34-44.

[2] Hunt, J., S. Lees, J. J. Grumbar and P. D. Vivian (1987) *Acquisitions: The human factor*, London Business School.

[3] Indal Business Research (1989) *UK Mergers and Acquisitions Survey* 1989, London.

[4] Williamson, J. P. (1988) *The Inuestment Banking Hamdbook*, John Wiley.

八、收购战略和战术

一项收购战略是为了达到收购既定的业务和公司战略目标，收购另一家公司的计划。在第三章，我们已经讨论了收购在一家企业总体战略规划中的地位。一个全面的收购战略分析是一个有效的和成功的收购计划的先决条件。从这一总体收购计划分流出来的则是个体收购要约。一项收购战略的目的是获得一家合适的目标企业，满足企业收购计划目标所支配的收购标准。本章我们将讲述一家公司发展其收购战略的程序。

在确定了一家合适的目标企业之后，收购公司在收购的进程中必须采取恰当的战术。收购战术是为完成一项特定的目标企业收购而制定的谋略计划，它将根据监管制度规定的收购行为行事。在英国，对公众公司的收购要遵守第六章所述的城市守则。守则和法令规则对收购条件及时间的影响本章将讨论。收购战略和战术需要依照目标公司潜在的或实际的反应加以调整。第十二章讨论适用于一家目标公司的防御战略和战术。

1. 收购战略

一项收购要约也许是一个机会主义者的一时冲动做出的，因为一个表面上具有吸引力的目标公司作为一个收购候选人很容易被人提出收购要约。一般的情况是，当一家业绩纪录较

差、成长机会有限或者管理层后继无力的企业创始人——管理者退休时，会考虑寻找一家潜在的收购公司。正如赛恩贝瑞（Sainbury）公司收购威廉姆·劳 （William Low）公司所显示的那样（见案例研究 8－1），有时候一家公司被卷进一项收购是因为竞争对手进行的一项收购行动。

案例研究 8－1　赛恩贝瑞公司追赶泰斯克（Tesco）公司

1994 年 6 月，赛恩贝瑞公司，英国超级市场集团，对一家名叫威廉姆·劳的苏格兰超市连锁公司提出了价值 2.1 亿英镑的收购要约，这是针对赛恩贝瑞的对手泰斯克公司对该公司建议的收购要约做出的回应。两家收购公司一直都试图增加他们在苏格兰的市场份额，但并没有获得较大的成功。一年前，赛恩贝瑞公司曾对劳公司提出一种可能性的收购要约，但遭到该公司的拒绝。一看到它的对手做出了第一次收购行动，赛恩贝瑞公司立即加入了竞争收购公司的行列。

资料来源：《金融时报》，1994 年 7 月 15 日。

毫无计划的收购要约也许由于撞大运而获成功。然而，这种价值创造逻辑不明确的收购存在着一个风险因素，或者目标企业价值被高估，收购公司支付了较高的要约溢价；或者收购后的整合问题远不是事前所看到的情况。所以，最重要的是在更多的深思熟虑之后着手收购，并把收购作为企业战略规划的组成部分。

（1）收购标准

第三章讲述的战略形势和战略选择分析，导引出收购目标

的建立要以促进企业战略目标为目的。案例研究8－2显示，特拉法尔格（Trafalgr）商社是如何在它的收购战略中指导收购目的的。一旦确认了收购目标，企业就可以制定出潜在收购目标必须满足的收购标准。随后依照这些标准来指导搜寻潜在目标。在任何一项收购要约提出之前，可以用这些标准去衡量，以减少需详细研究的目标企业数量。案例研究8－3列出了BTR公司，一家从事收购的英国联合企业，在寻找潜在目标时所使用的收购标准。

案例研究8－2　特拉法尔格商社的收购目标

在80年代早期，特拉法尔格商社是一家从事工程、建筑、航运、饭店和地产的多元化经营的英国公司。它将其战略集中工程业务的“智力”因素上：也就是说，对在世界范围内工厂项目开发出一种复杂的设计和管理程序。它瞄准了获得程序技术的几个关键领域。为完成这些战略目标，它做出了一个收购约翰·布朗公司和大卫公司的收购战略。两家公司均是主导英国工程的承包商，前者1985年被其收购，后者1991年被收购。

资料来源：《金融时报》，1991年7月5日。

案例研究8－3　BTR公司的收购标准

目标企业要满足以下标准：

●主导的、有限定的合适业务。

●公司没有做到最佳的资产回报。

●潜在的高边际利润业务。

●不考虑诸如重工业、大型零售业和大宗产品业务等部门。

●规模较小，适应于 BTR 公司的组织结构。

假如目标企业是美国公司，目标就是要在较好的合适业务中获得市场地位和美国公司的管理经验。

资料来源：英国管理研究所（1986 年）。

（2）家庭作业（功课）

如果公司内有足够的专家，则研究潜在的目标、确定收购机会和策划收购是公司专职参谋要做的事。正如第四章所指出的，在大型企业中，内部收购工作组可以是正在进行的战略策划操作的组成部分。也像我们所强调的那样，工作组人员的构成主要取决于所提供收购建议的特点、理性的收购和收购后整合将要受影响的业务领域、收购建议的复杂程度以及内部可用专家的数量。

如果内部工作组缺乏所必需的专家，或者感觉到所提出的收购建议的规模和复杂程度需要进一步聘请外部的专家那么，外界顾问就需要被吸收进工作组。此类的专家包括战略顾问、会计师、律师、调查分析师和保险统计员。商人银行家和股票经纪人也将成为外部顾问小组的组成人员。假如一项竞争性的或敌意性的收购就在眼前，那么公共关系顾问和政治游说家的服务也必不可少。这些顾问在收购兼并中的作用已在第七章做了讨论。工作组在收购过程中的作用如下：

●收购机会的确认。

●目标企业的评估。

●谋划收购战术。

●对被选的目标企业进行策划和制定方法。

●评价目标企业的反应。

●确定要约溢价范围。

●如果收购是敌意性的，确定反击的界限。

●收购要约中每日的行动。

●同新闻媒介、重要股东和监管机构联系、交流。

工作组根据一项即将发生或正在进行的收购所需要的条件，执行它的多重功能时，工作组必须明白无误地划定授权和责任的界限，以便在工作组成员之间以及工作组和外部顾问之间不产生磨擦。工作组成员必须对反对内幕交易的法令法规十分清楚。城市守则强制规定了董事对一项收购行动的全面责任（见第六章）。所以，董事会必须授权，工作组和顾问所采取的行动应随时向董事报告。

为了确保工作组及其外部顾问不为重复的目的工作，工作组必须把收购目标、收购战略和收购战术、监管条例和责任界限清楚地加以简化。

（3）收购机会的确定

收购工作组的首要任务之一是寻找潜在的目标，并准备一份满足企业收购标准的候选名单。根据行业和区域，潜在收购目标的搜寻范围也许是狭窄的，也许是广泛的。在横向或纵向兼并的情况下，搜寻的产业范围比较狭窄，但是，从企业的全球战略出发，搜寻的范围要涉及几个国家。在混合兼并的情况下，工作组要搜寻多种多样的产业以及众多的国家。

机会确认经常是由中介机构促成的。商务经纪人、会计师

行、股票经纪商和商业银行均能提供潜在的收购目标。这些中介机构可以提供额外服务，例如目标企业的初步试探。收购工作组也需要对目标企业所属行业和目标企业本身做出详尽的研究。

在目标企业所属行业与收购企业相同或相关的情况下，该行业的管理者会清楚这些行业和它的竞争者的相对业绩。这种内部数据收集可以用对外部信息资源的研究来补充。公开的适用信息，诸如公司年报、产业调查、贸易杂志、股票经纪商对股票市场中的上市公司的研究，目标企业从评级机构例如顿和巴德斯垂特（Dun & Bradstreet）公司得到的信用评级，适合于评价产业和公司的相对吸引力。

确认了一个有战略吸引力的目标产业，并精选出该产业的潜在目标企业，工作小组要根据目标企业的实力和缺陷勾划出目标企业的轮廓。这种轮廓主要包括如下几个方面：

●根据战略思想、战略计划的有效履行和公司的业绩判断目标企业的管理质量。

●目标公司在所在产业中的地位、产业内的竞争水平和公司的竞争实力。

●产业未来技术和竞争的发展，以及目标公司适应这种变化的能力。

●目标企业的财务业绩和股票市场的表现。

对目标企业实力和缺陷的评价有助于工作组在同目标企业谈判或者在必要情况下，发布一项敌意收购要约时，形成一个恰当的战略。根据收购企业的管理层的要求对目标企业进行的估值将在第九章讲述。此类估值包括一个敏感性分析，这是假

定目标企业业绩的未来方案是可变的基础上做出的，还包括向收购公司提出同目标企业谈判的价格范围或者修改一个公开收购要约的条件。

一般而言，一家企业可能并不是首次成为一个有吸引力机会的焦点。目标企业也许已经是一张很清楚的作为其他收购对象尚未打出的牌。或者说，它已经被一个潜在的收购公司暗中追踪，潜在收购公司已经事先收购了该目标企业的少量股票。此外，由白衣骑士提出的对立收购或企业收购挑衅所激起的竞争者的可能性，以及目标企业对竞争者的价值，一定要作为企业收购战略的因素加以考虑。这一点的重要性会在案例研究8－4讲述的泰斯克公司收购威廉姆·劳公司中体现出来。

当一个目标企业成为人家尚未出手的牌的时候，潜在的收购公司面对一个机会和挑战。如此情况下，一个目标企业无疑是非常脆弱的，会被一个主动提出来的友好收购建议说服。另一方面，两个或更多的对手收购公司参与的竞争性收购会坚决地将收购溢价发展、推高。

对已确认的收购目标必须与收购标准相匹配。尽管这些收购标准全都满足，收购仍可能陷入麻烦。企业必须留心任何一位阻碍收购的潜在的“打断出众表演的人”。这些阻碍因素最重要的是反托拉斯制度。在英国，收购公司在宣布一项收购之前可以获得公平贸易局的信任指导，作为收购被提交垄断和兼并委员会调查的机会。宣布一项收购之后，收购公司可以利用公平贸易局的快车道程序在35天至45天内获得一项公平贸易局的决定。类似的信任指导和快车道批准程序也适用于欧共体的兼并监管（见第五章）。

案例研究8－4　泰斯科收购威廉姆—赛恩斯贝瑞投人竞争

1994年7月14日，泰斯科公司（Tesco）宣布以每股225便士，总值1.54亿英镑的现金支付要约收购苏格兰超市连锁集团威廉姆·劳。威廉姆·劳公司和泰斯科公司在苏格兰的市场份额分别为6.6%和7.1%。而泰斯科在英格兰和威尔士的主要竞争对手赛恩斯贝瑞的市场占有率只有4.9%。一年前赛恩斯贝瑞友好收购威廉姆·劳公司的行动未获成功。双方都想在苏格兰扩大市场占有率，但都因得不到计划审批和其他竞争者已预先占有有利位置而受到挫折。对泰斯科的行动，赛恩斯贝瑞不能坐视不管。它也以每股305便士，总值2.1亿英镑的价格提出收购要约。两家公司展开争斗，这使得泰斯科的收购前景不明朗。

资料来源：《金融时报》，1994年7月29日。

根据城市守则，如果一项收购被公平贸易局或欧洲委员会推荐做全面调查，那么这项收购就要被延迟。它要宣布垄断和兼并委员会或欧洲委员会是否批准了要约，而完成此项工作大约需要占用四个月的时间。所以，收购公司或许会丧失极其有价值的时间，给对手收购公司一个机会或者给目标企业管理层构筑其防御的时间。因此，收购公司有必要仔细检查收购建议所暗含的反托拉斯之义。另一些“打断精彩表演的人”会是目标企业作为防御战略发动诉讼（见第十二章）。对这种行动发生的潜在的可能性，必须作为收购战略的组成部分加以考虑。

(4) 收购之前在目标企业持有股份

在一个特殊的目标企业被确定之后，潜在的收购公司可以开始在目标企业建立一个有意义的股本投资（少数股权）。任何收购前的购买行为都要在遵守城市守则和重大收购规则（见第六章）的前提下进行。尤其是，最终持有 15%或更多的股份的收购要受到重大收购规则的监管。如果持股比例达到 30%的水平，就要做出一项全面收购。根据 1989 年公司法购买 3%或更多的股份需要披露的规则也要加以考虑。表 8－1 显示，收购前的持股有优点，也有缺点。

表 8－1　少数股东的优缺点

优　　点	缺　　点
在谈判时给目标企业施加压力。	暴露了收购意图。 目标企业成为尚未出手的牌，其价格会上升。
增强在收购中促成大控股股东的机会。	假如在 12 个月内以现金购买 10%或更多的股份，收购要约要以最高价格现金支付（见守则第八章）。
一个较大的少数股东会阻止潜在的对手收购，阻止较高的要约溢价。	如果收购失败，收购公司将不得不保留不想要的投资。
如果别人的出价高，事先收购的股份将以一定的利润出售（见案例研究 8－5）。	如果超过 20%，不适用于兼并会计（见第十章）
要约的现金承销费用较低，因为事前已经购买了少量股份。	

由于严格的披露规则，所以成为少数股东并不能暗地里进行，也不能用代理人的方式秘密地进行，因为目标企业可以通知代理人提供收益人的姓名或者剥夺其股份的权益（见第六章）。

2. 少数股权、要约溢价和要约结果

格罗斯曼和哈特提出的少数股权作为“无票乘车人”问题的一种可能解决办法，已在第六章加以讨论。一个少数股东允许收购公司享有相关股份的收购后的价值创造，这为制订收购要约提供一种激励。当然，少数股东所带来的收益必须超过目标企业搜寻和收购的成本。少数股东所持股份越大，收购公司从收购中带来的附加价值就越大。

少数股东的存在就暗含着由少数股东或由第三方随后收购的可能性，几位研究者用博弈论和信息经济学方法论已对一种成功性收购的可能性和要约溢价做了讨论。夏勒夫（Shleifer）和维西尼（Vishny）证实，一个少数股东增加了随后收购的可能性，减少了在这样收购中的溢价。赫希尔费尔（Hirshlefer）和泰特曼（Titman）考察了在一项公开收购要约中，少数股东、收购溢价和成功的可能性之间的关系。他们的模型预测，少数股东将给收购成功的可能带来正面影响。少数股东和收购中的平均要约溢价之间的负相关关系也被暗示。

与前面两种模型不同，杰格迪斯（Jegadeesh）和乔德汉瑞（Choudhury）声称，少数股权是收购公司示意目标企业收购后

价值的信号。少数股权的持股量越大，就表明价值越高。这一模型也预测，少数股权的增加导致随后的要约溢价增加。这些模型的经验数据下面讨论。

3．收购战术

收购战术的目的如下：

- 获得目标公司的控制权。
- 将支付给目标企业股东的控制溢价减少到最低程度。
- 将交易成本减至最小。
- 消除收购后整合的障碍。

交易成本包括：支付给顾问和特别顾问的职业费；印刷费和广告费；支付给公平贸易局的快车道审查费；以及城市委员会的文件费。对现金承销要约来说，承销费是重要的。印花税和增值税也要支付。

案例研究 8－5　哈斯堡（Hasbro）公司在玩具战中失利，但由于少数股权而获小利

哈斯堡公司，一家制作“仙蒂”（Sindy）洋娃娃的美国公司，在 1994 年 5 月向 J. M. 斯皮尔（Spear）公司发出一个收购要约。斯皮尔公司是一家英国乱写板游戏制造商。在要约宣布时，哈斯堡公司自 1990 年开始就已持有斯皮尔公司 26.7%的股权。米特尔（Mittel）公司，一家美国婴儿玩具制造商，被斯皮尔的商人银行顾问罗伯特·富来明邀请作为一个白衣骑士。收购战最后发展的结果是，要约价格从哈斯堡公司

的每股 9 英镑提高到米特尔公司的最后出价 11.20 万英镑。尽管较大的少数股权并没有帮助哈斯堡公司在收购战中赢得胜利，但却使哈斯堡公司更加富裕。

资料来源：《金融时报》，1994 年 7 月 13 日。

在对一家英国公众公司提出收购要约的情况下，除非极为特殊的情况，收购必须在从要约文件寄送的 60 日内结束。就像表 6－2 所指出的那样，在这一时间表内还有其他要满足的最后截止日期。在某种程度上，这些回应是可以预见的。但是收购公司在对付目标企业反应的时候，仍然要保持警惕性、适应性和灵活性。

(1) 收购公司董事的责任

根据守则总则和规则，董事要对收购行动负责。他们代表他们股东、雇员和债权人的利益行事（见第六章）。根据法律，公司董事有一个受托义务，按照公司的最大利益行事。他们要确保收购行动与法律和守则一致。他们在提供与收购有关的信息时要保持高度的诚实。

如果董事会发生分歧，那么，持不同意见的董事可以寻求独立的法律或金融建议，但也要向公司的财务顾问通报。因为董事会拥有有关影响价格的收购信息，所以董事对收购企业和目标企业证券的交易需要依据守则、内幕交易法和伦敦股票交易所规则进行和披露（见第六章对这些问题的讨论）。

在收购公司里，一个战役委员会通常包括执行董事、非执行董事以及负责收购每天行动的人。不过，董事会总得来说还要为此负责。“委任代表并不意味着辞职”（波恩特，1988

年)。

(2) 一个友好收购的谈判

一个收购可以是友好的、敌意的或者随机的。在一个友好的收购中，收购公司获得了目标企业管理层的支持，他们会将收购要约推荐给目标企业股东，让他们接受。在一个敌意收购中，此类的推荐并不是现成的。两家公司要为此争吵不休。一项友好性收购费用较低，因为它会很快地结束；由于获得的有关目标企业审慎调查的信息较多，因而风险较小，比一项敌意收购轻松得多。这种平稳性也会导致收购后的整合获得更大的成功。如果目标企业管理层是收购公司收购后战略的基本部分，那么要避免一项敌意收购。

当然，一项敌意收购需要收购公司有巧妙的战术和更大的持久力，因为收购很可能持续较长的时间。通常，一家公司会在别人的说服之下充当目标公司的白衣骑士（White knight)。此类白衣骑士在大多数情况下并非事先预谋好的。价值创造逻辑被编造在一起，白衣骑士出现可以让收购公司为目标企业支付得更多。另外，在一个对手参与敌意收购要约中，让收购公司头痛的还有灰衣骑士（Grey knight)。由于这个原因，目标企业管理层可能考虑两种弊病中较小的一个。再者，灰衣骑士的收购已经被第一个敌意收购所阻止，更大的防御动机是确认收购的优点或逻辑。

总的来说，一个收购公司希望获得目标企业管理层的推荐。以一个友好性的开端接触目标企业时，收购公司必须对目标企业的反应做出评价。这种评价包括根据下述几项对目标企业的关键人物的评价：

●个性。

●售的动机，例如，退休、缺乏管理深度或者缺乏开发公司业务的资源。

●与目标企业的关系，例如，他们是与企业和员工有深厚感情的企业创立者吗?

●独立的欲望。

●收购后的预期，例如他们是否希望像现在一样继续发挥类似地位和权力的作用。

●在目标企业中的利害关系。

●对支付通货、现金或股票的偏好。

并非上述所有的考虑都适用于一个公众公司的目标。许多卖者，特别是家族企业的董事，更关心的是收购公司对企业、管理者和工人的收购后计划，而不是提出的要约溢价大小。

(2) 敌意收购战术

一个敌意收购需要一份详尽地涉及各种各样的攻击、迂回包抄和反攻击的战争计划。该计划的重要因素是偷袭。在这一方面，最初的优势在于敌意收购公司，并且在没有事前的少数股本投资的情况下提出的一个自愿性收购，同收购公司已经达到30%持股比例界限的强制性收购相比，偷袭更容易获得成功。各种措施的时间性，例如要约条件的修改，都必须依照守则制定的收购时间表来完成。

在一项敌意收购中，收购公司对外部顾问的依赖程度比一项友好性收购大得多。特别是，商人银行、敌意收购中的特殊专家、律师、公共关系顾问以及能够传递和影响赞同收购的市场情绪的股票经纪商的服务缺一不可。根据城市守则，商人银

行顾问的作用是最重要的（见第七章有关顾问作用的论述）。

（3）攻击的整体

一般而言，一项敌意收购攻击的各种各样团体已在表8－2中勾划出来。同目标企业谈判的第一步，通常是在目标企业出现不吉利的事情或者出现危机的情况下开始。最佳的时机是在目标企业刚好宣布或即将宣布较差的利润或者甚至亏损的时候。目标企业也许是在一个不景气收益的重组计划之中。目标企业是一个周期性产业，目前正处在周期循环之底部。

表8－2 在敌意收购中的攻击整体

攻击团体	攻击特征
顾问小组	选择先前有敌意收购经验的顾问。
强大合理的出价	合理地制定出价和清楚地计算收购公司和目标企业股东的收益。
时间（见守则规则和表6－2）	当目标企业处于易受攻击地位时宣布收购，提早邮寄要约文件以减少目标企业反应时间。在39天之后修改要约文件。第46天发布，选择给目标企业股东最大压力的要约结束日期。挑选阻止现金选择时候（见第十一章）。
指责目标企业的业绩	攻击目标企业的战略缺陷、不称职的管理层、过去较差的业绩、不现实的利润和分红预测。指出目标企业帐目上任何“虚假”，以降低其可信度。
游说目标企业股东	提供收购案例给机构股东，试图说服他们接受不可避免的收购。

续表

攻击团体	攻　击　特　征
市场购买（见第六章守则）	以要约价格在市场上购买10%，否则，要约价格会提高，要约必须提供现金选择。
公共关系	游说政治家以使不利的政治纠纷减至最小。在新闻界评价收购的长处，与雇员、雇员退休金受托人、工会交流收购的收益，以赢得他们对收购的支持。
要约条件（见第十一章支付方式部分）	将报酬核定得适应股东整体。包括现金选择、承销现金选择，提高收购的可靠性。

遵照守则的强制性，收购公司必须较好地协调新信息发布时间、要约条件的修改、结束日的扩大和市场购买，以便给目标企业管理层和股东施加最大的压力。信息较早地发布会让目标企业有机会和时间做出强烈的反应。在挑选适当的交流工具、为收购提供有效的辩论和恰当地考虑报酬时，对目标企业股东的轮廓分析相当重要。案例研究8－6提供了高效使用或低效使用这些攻击团体最近的例子。

4．收购战略的经验数据

收购公司少量持股对目标企业股东收益的影响的经验数据，在某种程度上是含糊不清的。富兰克斯（1978年）的报告表明，以啤酒业的收购兼并较小的样本来看，少数股权仅有微不足道的影响，而在富兰克斯和哈里斯（1989年）的报告中，目标企业股东从收购公司少数股权中获益较少。这一结果

与杰格迪斯和克劳德汉瑞（1988年）的模型预测一致。

萨德沙纳姆（Sudarsanam）等（1993年）提供的经验数据表明，少数股权会减少目标企业股东的收益，这与谢勒夫和维斯尼的预测一致。

在一个对1983－1989年期间英国超过200家的竞争性收购的样本分析中，萨德沙纳姆发现收购公司的少数股权对收购结果没有丝毫影响。

案例研究8－6　收购战术及其影响

顾问组：

1985年在对阿瑟·贝尔（Arthur Bell）公司做出敌意收购之前，盖那尼斯公司组成了一支高效的顾问小组，包括一个商人银行、两个股票经纪商、一个公共关系顾问和一个一流的广告代理人。相反，贝尔公司则仓促上阵，他们很晚才组成顾问组，挑选了一家对大型敌意收购经验不足的投资银行。盖那尼斯公司在一场小的战争之后，获得了收购的胜利（收购月刊，1986年1月）。

强大合理的出价：

石油企业在对拉斯莫（Lasmo）公司提出收购之后，格汉姆·汉亚尼（Graham Hearne），石油企业的董事长，声称两家企业将从增加的模型中受益。许多拉斯莫公司的机构股东对此翁之言不为所动，将其动机归结为建立帝国。因此，收购最终失败（《金融时报》，1994年7月2日）。

时间性：

1985年汉森信托宣布对波韦尔·杜夫润（Powell Duffryn）

公司的敌意收购要约，赶在了波韦尔·杜夫润公司报道由于矿山罢工的结果企业利润全面下降之后的一周内。尽管此时的时机很佳，但汉森因为它其后的战术错误，收购仍然失败。

指责目标公司业绩：

全夫希公司，一家大型零售商，在他的同行零售商迪克逊(Dixons)公司零售方法有缺陷之时，向其提出了敌意收购要约，它的利润在现有管理水平下不能恢复，它需要全夫希公司的管理技术重新恢复盈利能力。收购被提交给垄断和兼并委员会（要约文件，1989年12月12日）。

游说目标企业股东：

1990年10月，IMI公司向伯明翰·明特公司提出敌意收购。它向目标企业的股东赠送了礼物，得到的反馈是一个较高价格的要约将获得成功。它也买下了一家基金管理人持有的15.8%有的股权（《收购月刊》，1991年4月）。

市场购买：

在以7.45亿英镑收购贝里瑟拉马（Pleasurama）公司的最后结束日之际，米科卡（Mecca）公司已经收到的接受要约者，包括其从市场购买的份额在内仅占总股本的45%。然而，在过后有两天，米科卡公司在市场上又购买了超过10%的股份，从而宣布收购是无条件的（《收购月刊》，1989年元月）。

公共关系：

上面提到的贝尔公司收购战，也涉及到缓和由一个非苏格兰企业收购另一家苏格兰企业所引起的苏格兰民族主义的敌意情绪。为了抚慰这些情绪，盖那尼斯公司雇用了一个新闻媒介顾问和苏格兰商业银行家来介绍收购公司，并在苏格兰召开新

闻发布会。

要约条件：

1992年科龙（Kalon）公司对曼德斯（Manders）公司的收购要约包含一个带来部分现金选择的换股要约。曼德斯公司的答复是，科龙公司没有提供全面的现金选择，表明科龙公司可能因为金融机构的拖延而不能承销（《曼德斯公司防御公告》，1992年8月14日）。

然而，大的机构持有大宗股票的情况出现帮助了敌意收购。这可能反映了股东游说的结果。但是，收购公司考虑的最有决定性的因素是支付的方法。对目标企业来说，以纯股票形式或者股票加现金的方式补偿，可能会减少收购成功的机会。如果补偿包括现金，收购就会有一个更好的获胜机会。在给出的证券交换要约估值问题中可以看出，一个股票要约经常会遭致目标企业管理层的强烈反对。一个现金收购要约则会减少这种反击的范围。金克森（Jenkinson）和迈耶（Mayer，1993年），根据一个42件英国竞争性收购案的小样本中的经验数据，也指出，在促成一项成功性的收购中，一个现金要约比股票要约或者混合要约更加有效。

表8－3显示的是，在为回避风险而进行调整之后，在1955年到1985年之间，在英国兼并宣布的当月，目标企业和收购企业股东获得的平均收益。它表明，目标企业股东和收购企业股东在从现金或现金补偿中的所获。来自美国和英国的其他研究也指出，收购企业和目标企业股东从一个现金要约中获益要比一个股票收购要约中获益大得多（见第十一章）。从股

票要约中的低收益可以解释了苏达桑尼姆结果：股票要约减少了一个敌意收购成功的机会。

5．来自美国的关于收购战略的经验数据

在少数股权、要约溢价和收购结果之间的关系的经验数据是无条理的。哈夫米斯特（Hoffmeister）和戴尔（Dyl，1981年）发现，要约溢价对收购结果很少有影响，而沃克林（Walkling，1985年）的报告和赫希勒夫（Hirshleifer）、泰特曼（Titman，1990年）的报告一样，认为有一个正面的影响。在沃克林和爱德明斯特（Edminster，1985年）的研究中，有经验数据表明，当收购公司的少数股权增加时，要约平均溢价下降。斯图尔兹（Stulz）等（1990年）发现，收购公司的少数股权将减少目标企业获得的财富。这些结果与谢夫勒和维斯尼（1986年）、赫希勒夫和泰特曼（1990年）的模型一致。

表 8－3　1955－1985 年英国兼并对股东的平均收益

（以支付方法分类）

	目标企业	收购企业
全部现金	30.2	0.7
全部股票	15.1	－1.1
现金或股票	27.6	0.7
现金和股票	23.8	0.3
可转换债	11.7	1.8
可转换债和股票	10.1	－0.4

资料来源：富兰克斯等（1988年）。

（1）收购成本

收购兼并，特别是敌意收购，对收购企业和目标企业一样是花费非常大的事情。除了支付给顾问的费用外，还有其他的交易成本，例如支付给委员会、公平贸易局和股票交易所的费用，印刷费、邮寄费和广告费。如果选择现金承销，那么，收购公司还需要支付给商业银行和分销商承销及安排费。所有这些组成一项收购的直接费用，但也有机会成本。机会成本包括，在敌意收购失败的情况下，丢脸、战略陷入混乱以及在未来收购中信任度减少、失败的阴影挥之不去等。在敌意收购成功的情况下，机会成本包括目标企业管理层的剥离、全体员工的恐惧和渴望，以及他们减少的士气（见第十二章）。机会成本也包括公司资源，例如高层管理者对要约起诉的时间。

案例研究 8－7　拉斯莫和石油企业收购战中的成本

（百万英镑）

	拉斯莫公司（目标企业）	石油企业（收购企业）
财务顾问	16	4
法律顾问	4	2
会计师	4	0.50
公共关系	0.50	0.25
石油顾问	0.25	
其他费用	0.25	0.25
总计	25.00	7.00
修改后的最终要约金额：16 亿英镑。		

资料来源：《收购月刊》，1994 年 8 月。

案例研究8－8　敌意收购的直接费用

年份	目标企业	收购企业	收购金额（10亿英镑）	成本（百万英镑）	结果
1985	蒸馏水	盖那尼斯阿盖耶	2.50	110	成功
1986	沃尔沃斯	迪克逊	1.80	12	失败
1987	迪	贝克和杜布森	2.00	3	失败
1988	卡尔列斯	卡特能源	0.21	9	成功
1989	联合金矿	米诺瑞卡	3.50	20	失败
1992	曼德斯	科龙	0.11	2	失败
1993	奥尼斯·阿波特	阿托斯	0.29	9	失败

注：收购金额和成本是四舍五入的。

资料来源：出版报告和公司年度会计报告。

一项敌意收购的直接成本的一些概念在最近失败的石油企业对石油勘探公司拉斯莫公司的收购中得以提供。这是一个特别苛刻、非控制受阻的战斗。案例研究8－7提供了主人公成本的细目。石油企业，在它收购失败之前，刚好购买了10%的拉斯莫公司的股票：也把投资降低为1 800万英镑（金融时报1994年9月9日）。石油企业收购的总成本是2 500万英镑。案例研究8－8显示了在最近一些敌意收购中的成本。作为一个收购价值的比例，这些花费从1%到4.4%不等。

6. 小　结

我们讲述了收购战略的重要因素。这些战略的区别在于收购是友好性的还是敌意性的。研究目标企业的实力和弱点是一

个高效收购战略的基础。我们讨论了不同类型收购战略的优点和不足，也讲述了一项收购最初组织——收购小组及其功能。外部顾问的作用及他们与收购工作组的关系，也加以讲述。从英国收购的一个样本提供了选择收购战略的有效性，给出了敌意收购的直接费用和间接费用的经验数据。

参 考 文 献

[1] Banerjee, A. and J. E. Owers (1992) 'Wealth reduction in white knight bids', *Financial Management*, Autumn, 48 – 57.

[2] British Institute of Management (1986) 'The management of acquisitions and mertgers', Discussion Paper 8.

[3] Franks, J. (1987) 'Insider information and the efficiency of the acquisition market', *Journal of Banking and Finance*, 2, 379 – 93.

[4] Franks, J. and R. Harris (1989) 'Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955 – 85', *Journal of Financial Economics*, 23, 225 – 49.

[5] Franks, J., R. Harris and C. Mayer (1988) 'Means of payment in takeovers: results for the United Kingdom and the United States', in A. J. Auerbach (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press.

[6] Grossman, S. and O. Hart (1980) 'Takeover bids, the free – rider problem and the theory of the corporation', *Bell Journal of Economics*, 11, 42 – 64.

[7] Hirshleifer, D. and S. Titman (1990) 'Share tendering strategies ane the success of hostile takeover bids', *Journal of Political*

Economy, **98**, 2, 295－324.

[8] Hoffmeister, J. and E. A. Dyl (1981) 'Predicting outcomes of cash tender offers', *Financial Management*, Winter, 50－8.

[9] Jegadeesh, N. and B. Choudhury (1988) 'Optimal pre－tender offer share acquisition strategy in takeovers', working paper, Anderson Graduate School of Management, University of California.

[10] Jenkinson, T. and C. Mayer (1991) *Takeover Dofence Strategies*, Economic Research Associates Ltd, Oxford.

[11] PRONED (1988) *Takeover Bids: A guide for directors*, Promotiom of Non－executive Directors, London.

[12] Rock, M. (1987) *Mergers and Acquisitions Handbook*, McGraw－Hill.

[13] Shleifer, A. and R. Vishny (1986) 'Large shareholders and corporate control', *Journal of political Economy*, **94**, 31, 461－88.

[14] Stulz, R., R. A. walkling and M. H. Song (1990) 'The distribution of target's ownership and the division of gains from successful takeovers', *Journal of Finance*, **XLV**, 3, 817－33.

[15] Sudarsanam, P. S. (1994) 'Determinants of outcome in contested UK bids: defensive strategies, shareholding structure and method of payment', paper presented to the European Financial Management Conference, Maastrcht, June.

[16] Sudarsanam, P. S., P. Holl and A. Salami (1993) 'Shareholder wealth gains in mergers: empirical test of the synergy and agency effects', paper presented to the Midwest Finance Association, USA, April.

[17] Walkling, R. (1985) 'Predicting tender offer success: a logistic analysis', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **20**, 4,

461 – 78.

[18] Walkling, R. and R. Edminster (1985) 'Determinants of tender offer premiums', *Financial Andlysts Journal*. **27**, 27 – 37.

九、目标企业的估值

在一项收购中，对目标企业的估值是决定收购要约中对目标企业股东补偿程序的重要组成部分。收购公司对目标企业的估值，是为了使收购公司在要约中向目标企业股东提供最高的价格或者最容易获胜的价格。从收购公司的角度看，目标企业的估值等于目标企业收购前独立价值与收购公司希望增加的目标企业资产增加价值之和。目标企业资产的增加价值来源于目标企业经营的改善或者两个公司之间的综合，也来源于目标企业盈利性资产的处置，如一项破产收购。

目标企业的估值需要对增加的现金流量和收益总量评估。预期的增加的现金流量可以反映在收益中，以及收购后目标企业和收购企业两者的现金流量中。增加的收益和现金流量可以包括那些来自公司税负的减少和“养老基金假日”的减少。

一个目标企业的估值依据预期收益实现的大小和时间性预期。如果预测这些收益是困难的，那么对目标企业的估值就不准确。这一点暴露了收购公司的估值风险。这种风险的大小取决于收购公司所用信息的质量，它们取决于，目标企业是一家私人公司还是公众公司，收购公司是敌意的还是友好的，花费在准备收购和目标企业收购前审计的时间。

企业可以使用许多模型对目标企业估值。这些模型大致分为以下两类：(1) 以收益和资产为基础；(2) 以现金流量为基

础。收益和资产模型同现金流量模型相比，其信息集中性较差，也不严格。本章我们讨论这些模型如何应用于目标企业的估值。

1．收益和资产估值模型

在这些模型中，对目标企业的收益或资产的估计考虑了收购公司在收购后对目标企业的经营和资产结构所做的变化。对要投资的目标企业的估值可用一个适当的标准收益或资产增值来估计其收益或资产。这种标准增值的方法是非常重要的，能解决目标企业是私人公司还是多元化业务企业所带来的问题。

（1）市盈率

市盈率，也称之为收益倍数，表示了一个企业股票收益和股票市场市值之间的关系。

市盈率＝股票市值/股票收益

　　　＝每股价格/每股收益

在收购要约期间，市盈率通常被要约人和目标企业引用，以表明要约出价是慷慨的还是不适当的（见案例研究9－1）。

在使用市盈率投资的时候一般采用两种可选择的定义：历史的市盈率和未来的市盈率。历史的市盈率等于股票现有市值与最近会计年度收益之比。未来的市盈率则等于股票现有市值与现在会计年度结束时预计的股票收益之比。在案例研究9－1中，金夫希（Kingfisher）公司利用未来市盈率对制定慷慨收

购要约做了示范。未来市盈率要求一个对未来收益的预测，金夫希公司使用了股票经纪商对迪克逊（Dixons）公司预测的平均值。体现在金夫希公司收购要约中的收益增值则是在收购宣布一周前，对迪克逊公司高达4.14亿英镑的收购前估价。

案例研究9-1 金夫希公司用市盈率法评估迪克逊公司

金夫希公司1989年对迪克逊公司提出收购，该公司以每股120便士的现金要约收购迪克逊公司的普通股，共计4.61亿英镑。金夫希公司的要约文件认为这一价格是适当的。“我们的要约代表了一个14至19.7倍的增值。一流股票经纪商认为对当前财政年度未来收益的预测及其溢价，超过了菲利普斯和德鲁证券有限公司预测截止1990年4月储存部门12倍收益的增值。”

资料来源：金夫希公司要约文件。

金夫希公司所用的市盈率第二个有趣的地方是：储存部门平均增值为评价要约的充分性提供了一个标准。此外，金夫希公司的要约提出了一个超过以部门平均市盈率为基础的对迪克逊公司估值的溢价。

金夫希公司要约中的市盈率远在标准市盈率之上。其差额反映了收购公司为了促使目标企业的股东出让他们手中的股票而支付的控制溢价。这种控制溢价一般而言是收购公司希望从收购目标企业中创造的增加价值中支付。

(2) 市盈率说明

市盈率有四个作用：

●企业股票收益的未来水平。

●投资者投资于企业希望从股票中得到的收益，这种收益依赖于企业收益风险性的高低。

●企业做出投资后的预期回报。

●企业在其投资上获得的收益超过投资者要求收益的时间长短。

如果一个企业用投资得到的收益同投资者期望的收益相等，那么该企业的净资产没有增加。例如，假定投资者对一家股票价值 100 英镑企业的预期收益是 10%，那么该企业在税后投资于一个项目产生的利润是 10 英镑。这 10 英镑全部用于对股东的分红，则企业的净资产在前后都是 100 英镑。投资并没有增加企业的成长性。另一方面，假如投资产生的利润是 20 英镑，企业支付 10 英镑作为分红，那么企业净资产由于增加 10 英镑而增至 110 英镑。也就是说，该企业有 10% 的成长性。

成长性来源于企业投资于项目产生的收益能力比投资者要求的收益要高。这种能力取决于企业具备的竞争优势：例如，低成本生产工艺、通过商标带来的产品差别化、排他性销售渠道的取得或者对原材料特权的增加。企业的成长阶段并不能永远保持下去，它的结束在于竞争者的出现。然而，竞争优势维持的时间越长，企业对股东的价值越大（见第三章）。

一家企业的价值包括两个元素：

企业价值 = 在投资者要求的收益下的投资水平收益 + 增长收益的价值

水平收益是非成长性企业的稳定收益。历史市盈率考虑的

是上年收益，未来市盈率预测当前年度的收益。不管是哪一种市盈率都未考虑企业收益的增长。然而，上面的价值关系表明，一个成长性企业的估值要比一个在未来仅有水平收益的企业高得多，它将使用一个较高的市盈率。同时也表明，与企业收益相连的风险越大，投资者要求的收益就越大，而对那些收益的估值也越低。所以，对较大风险收益的企业来说，其市盈率是较低的。

(3) 用市盈率模型估计目标企业的价值

应用市盈率模型对目标企业估值要按如下步骤进行：

1）检查目标企业最近的利润业绩，在目标企业现有管理层的情况下预测其未来的业绩。

2）确定在收购公司管理目标企业的情况下，影响收益和成本增加或减少的因素。

3）在一个维持不变的基础上，为目标企业股东再估计目标企业的未来、收购后的收益。这些收益就是人们通常所知道的维持或保持收益。

4）选择一个标准市盈率。

5）通过标准市盈率增加维持收益，以达到对企业的估值。

①目标企业过去的业绩

在检查目标企业最近的损益帐目时，收购公司必须仔细考虑这些帐目所遵循的会计政策。特别要注意的地方有：豁免税条款、额外项目的处理、利息资本化、折旧和摊提、养老基金分配和外汇业务核算政策。若有必要，则需调整目标企业已公布的利润，以便使这些政策能够与收购公司的政策一致。例如，当目标企业已经投资于开发费用时，收购公司就可以注销

所有的研究与开发费用，从而将夸张的报告利润降下来。

②目标企业收益的再估计

这种超出调整的做法需要将两家公司的会计政策协调一致。再估计反映了收购公司在收购后对目标企业经营改进所做的计划。例如，两家企业合并运营预期会产生一个较高的价格或较低的销售成本，所以会增加总利润幅度。由收购引起的销售和管理成本的减少，会导致净利润率的提高。

收购公司对目标企业收购后的管理计划，是建立在收购逻辑之上，它决定了成本节约或收益提高的程度。在这些计划背后的假定，诸如较高的产出价格、较低的投入成本或者减少销售和管理成本，必须精心地检查，使其反映两个企业的真正能力而不是凭愿望想当然。

在估计购买价格时，一定要考虑达到计划运营效率的成本，例如，产品或销售队伍的合理化会导致多余的成本或重新安置成本。

为企业股东估计未来的收益时，资本结构——也就是说，在一家融资收购中负债和股本的比例——是一个重要的考虑。因为税收扣除债务利息，如果目标企业打算以收购前的资本结构进行不同的筹资，那么股东得到的收益将是不同的。总的来说，双方资本结构的协调会导致收益的增加。

因为股票收益是税后估计的，因而在估计公司税金对利润的影响问题上，必须对累积的贸易损失的影响加以考虑。在英国，对以前亏损抵销未来利润有严格的规定。这些规定将在下面讨论。若符合规定的条件，则以前的亏损可以减少公司纳税的比例。

收购公司对目标企业收益做出的某些调整，例如，多余成本和税收节约导致的税收累计减少，是一个暂时的情况。因为市盈率模型需要一个持续收益的估计，解决这一问题的方法是将暂时性的因素分开确认和估值，并将他们的价值考虑在购买价格之内。

③选择标准市盈率

在金夫希公司收购迪克逊公司的案例中（案例研究9－1）可以看到，选择合适的标准市盈率有以下几种：

●在收购时点目标企业未来的市盈率。

●与目标企业有可比性的企业的市盈率。

●目标企业部门的平均市盈率。

在选择标准时，我们必须确保在风险和成长性方面的可比性。该标准是一个目标企业收购后的风险－成长性结构，而不是形成比较基础的历史轮廓。人们通常依据上述所预期的结构对标准加以调整。这种调整是目的性判断的常见之事，因为在实践中人们并不能对市盈率与风险、成长性之间的关系充分理解。在先前步骤中，对持续收益的估计是用来对目标企业价值投资的，而目标企业的价值是以调整的标准市盈率估计得出的。

④决定购买价格

对目标企业收购后的持续收益的估计，涉及到一个对需要维持这些收益的投资的相应评价。这一评价有助于收购公司确定目标企业哪些资产不需要、能被处置以及确定需要完成的新投资，例如新工厂和新设备。着手这种处置可以减少购买价格(见案例研究9－2)。类似地，在目标企业员工养老金计划中

的养老基金的结余，也可以导致收购价格减少。下面将会讨论处理此种结余的监管规则。

如果收购公司考虑的是合理性的话，那么已经剔除在持续收益计算之外的附属成本，必须重新计入购买价格。我们必须牢记资产处置带来的利润和养老基金结余的再筹集是要遵守公司税的，所以合理化的成本属于税收减免之列。而新投资的成本也要增加在购买价格之中。

案例研究 9－2　汉森为支付收购而处置资产

1986 年汉森信托以 25 亿英镑收购了帝国集团。帝国集团是一家经营香烟、啤酒和食品的联合企业。到该年年底，汉森通过处置啤酒和食品业务的方式筹集到 23.4 亿英镑的资金。汉森保留了帝国集团的香烟业务，该业务是一个创造现金的成熟业务。1990 年对其估价超过了 10 亿英镑。是年，汉森又以同样的方法收购了美国的 SCM 公司。汉森购买价格是 9.3 亿美元，而对其的处置价格则超过了 16 亿美元。

资料来源：《金融时报》，1991 年 9 月 18 日。

(4) 用市盈率模型估值的实例

目标公司是收购公司收购要约的目标。收购公司和目标公司都是从事大宗汽车交易的特许商，但分散在英国的不同地方。收购公司提出的收购理由如下：

●两家公司在不同的制造商交易关系和区域扩展上的经营是相互补充的。

●兼并可以帮助每家公司扩大产品范围和地理范围。

●兼并企业增加规模有助于增加其讨价还价能力，改进其同制造商的购买条件。

●收购公司可以通过改善管理和出售技术改进目标企业的盈利能力。

表9－1　目标公司收入表　　（百万英镑）

营业额	150.0
销售费用	138.0
总利润	12.0
行政管理费	7.5
联属公司亏损	0.5
经营利润	4.0
支付利息	1.0
公司税(33%)	1.0
普通股股东净收益	2.0

收购公司希望从收购中的得到的附加价值必须导源于上述数据。在没有发生收购的1996年年底，目标企业的预测收入表及其预测平衡表在表9－1和9－2中分别显示。我们假定这些数字源自于目标企业历史的财务报表和在职管理计划。事实上，这些计划不可能公开披露。

表9－1的预测，表9－1中的目标企业预期收入乘以其未来市盈率就可以得出该企业的独立价值。我们将定收购前的目标企业市值也是其独立价值。为使股东从收购中获得收益，收购公司需要将目标企业经营得比过去的现职管理层更好，提高其独自水平的价值。

在收购后，收购公司希望目标企业在营业额、成本、资产

等方面产生的下列变化：

●增加产量和销售额，预计营业额年增长率为8%。

●减少销售费用，预计利润率（利息和税前利润）是4%，比目前的利润率提高2.67个百分点。

●以帐面价值出售亏损的附属企业。

●出售目标企业领导用的办公楼。

●改进固定资产的周转，减少新固定资产的支出，从增加销售额中的20%降至17%。固定资产的目前比例不包括投资在附属企业的销售额。

●减少新流动资金投资，使目前的流动资金－销售额比例（流动资金＝库存＋负债－贷款）从增加销售额中的4.7%降低为4%。

表9－2　目标企业平衡表　（百万英镑）

固定资产		
工厂、土地和设备	30.00	
对附属企业的投资	3.00	33.00
流动资产		
股票	12.00	
债权	11.00	23.00
总资产		56.00
流动负债		
应付帐款	2.00	
贷项	16.00	18.00
长期贷款		9.00
普通股股东的基金		29.00
每股净值(便士)		290

尽管一些目标企业的计划改进措施将会使收购公司获益，增加他自己的收益。然而，在这个例子中，所有收益均取决于目标企业，体现在收益中。

表9-3提供了在收购管理之下目标企业的形式上的收入表，收购后设计的利润比收购前高得多。收购前目标企业的未来市盈率是10。它直接的竞争对手的平均市盈率是12，部门平均市盈率是9。

在挑选可供选择的标准市盈率中，收购公司评价目标企业，它的竞争对手以及部门平均水平企业的增长预期和风险。此类评价是用传统合适的财务报告或者以股票市场为基础的历史收益和风险测量做出的。从一个细心的评价中可看出，收购公司的结论是，目标企业的风险和增长轮廓比部门平均企业更大。收购公司也有信心：对目标企业的收购后计划将提高它相对于竞争者的业绩。所以，合适的标准市盈率是12。

表9-3　在收购公司管理下的形式上的收入表

（百万英镑）

营业额	162.00
销售费用	147.00
总利润	14.58
行政管理费	8.10
经营利润	6.48
支付利息	1.00
公司税(33%)	1.81
普通股股东净收益	3.67

为了达到持续收益的规划水平，收购公司估计，它必须要

投资兴建一个新的货品陈列室、一个库存控制系统和一个新的交易商网络。这项投资支出规划是900万英镑，为维持一个较高的销售水平增加的流动资金投资是200万英镑。所以，新投资总计预计是1 100万英镑。这项投资以目前确定的价值为基础，在5年内分摊（见下面的表9－4）。因为收购公司收购后计划涉及到目标企业的合理化，所以预期的多余成本是200万英镑。

表9－4　收购公司对目标企业的估价

（百万英镑）

从市盈率模型持续收益的估价（表9－3中未来收益3.67×12）	44
加	
附属企业剥离	3
目标企业领导办公楼出售	6
养老金剩余的再募集	1
减	
新固定资产投资	9
增加流动资金投资	2
多余成本	2
	41

收购公司计划剥离亏损的附属公司，其投资帐面值是300万英镑。另外，目标企业目前的领导人办公室关闭，它的功能转移到收购企业领导人的办公室。所以，领导人办公室的房产是多余的，在交纳了资本收益税后以600万英镑处置掉。收购公司从企业剩余的养老金中获得一个税后资金100万英镑。所

以，收购公司能够支付给目标企业最大、最轻而易举的价格由表 9－4 构成。

收购企业收购前的价值是 2000 万英镑（表 9－1 预测的 200 万英镑收益的 10 倍）。所以从收购公司的角度看，收购潜在的增加值是 2 100 万英镑。收购公司支付的控制溢价不能超过这个增加值。如果收购企业的股东想从收购中获利，那么还必须减少上述溢价。

（5）市盈率模型的局限性

假定目标企业的收益水平是保持不变的，市盈率模型在一个单独时期内则可以对目标企业收购后的收益进行估计。这种估计的局限性在于没有明确地确定收益增长的时间类型。例如，在五年内经营利润率从现有的 2.67% 提高到规划的 4%。此外，模型也没有明确考虑到投资者所警觉的目标企业收益风险，还有上面提到的选择标准市盈率也有问题。除了这些局限性之外，市盈率模型从收益估值的角度提供了以资本市场为基础估价。市盈率被收购团体广泛使用，就如金夫希案例所示的那样，在收购中使用它交流起来非常容易。

（6）在资产基础上的估价

这一模型是以企业资产和其市值之间的关系为基础的。最著名的资产模型是托宾（Tobin）的 Q 模型，即一个企业的市值与其资产重置成本的比率。资产的重置成本是收购与该资产完全相同的另一资产的成本，例如一个工厂的生产能力。

Q＝企业市值/资产重置成本

例如，假定一家企业的市值是 5.0 亿英镑，而其资产的重置成本是 2.5 亿英镑，则 Q=2。为什么一家企业的 Q 值大于 1?

一家企业的市值超过它的重置成本表明，企业拥有某种无形资产，例如未来增长机会。超过值也可以被认为是利用这些机会的建议价值。一家企业的价值由两个元素构成：

企业价值=资产重置成本+增长机会价值

这种关系类似于我们前面讨论的企业价值、水平收益价值和增长收益价值之间的关系。

托宾的 Q 值已使用在对确定低价值公司的收购上。在 80 年代早期，许多企业在 Q 值以下出售，也就是说，他们的资产是以一个重置成本的折扣出售的。这种折扣出售机会被许多收购公司抓住，他们收购了这些价值低估的公司。《商业周刊》(1981 年 8 月 24 日）一篇冠以“Q 比率：兼并狂人的燃料”的文章，反映了这一时代的特征。

Q 值同市盈率一样被用来作为一个评估工具。然而，一个标准 Q 值的选择比市盈率的情况更困难。即使企业从事相同的业务，其资产结构也有很大的不同。此外，对企业成长机会的评价并非易事。不同企业面对未来，其成长机会并不一定是明确的。例如，在世界不同地方运营的两家石油开发和生产的公司，就有不同的成长机会。在一些其他部门，例如地产，尽管企业的单项资产评估更容易，不过价值增长机会仍是一个问题。

使用Q值作评估还有其它局限性。在英国，公司会计报告的资产不是以重置成本估值的，大多数企业是以历史成本估价。尽管频繁的再评估允许已报告的企业资产价值最大限度地接近其重置成本，这种实践并没有被所有企业一致采纳，因为现行会计制度下的再评估不是强制性的，所以，英国公司报告中的资产结构是历史和当前成本估值的混合物。

考虑到Q比率的计算，企业的市值是企业所有财产要求权的市场价值总和。例如，权益和债务。由于在英国，公司的债务一般是不交易的，所以债务的市场价值很难确定。分析家通常用股本的市值和负债的帐面值之和。但这仅仅是一个对企业市值的粗略估计。

在实践中，被广泛使用的是Q值的近似值，它等于股票市值与企业净资产值的比率。净资产是企业资产中可以归于股东的部分。这个比例称之为“市场帐面值”，或者简单地说，价值比率。对目标企业来说，收购前管理目标企业的比率是0.69，由此可以推导出目标企业单个市场价值是2 000万英镑。而在表9－2中的净值是2 900万英镑。这个比例水平表明目标企业资产值在股票市场上被严重低估，所以提出要约的收购公司要在更大的范围内提高目标企业的价值比率。

2. 折现现金流量模型

折现现金流量模型的应用有以下几步：

①在假定收购公司收购后的管理水平超过预测水平基础上，估计目标企业未来的现金流量。

②以预测水平估计目标企业的最终价值。

③在给定的收购后风险和资本结构条件下估计目标企业适当的投资成本。

④折现的估计的现金流量对目标企业估价。

⑤采取措施增加现金流入，例如资产处置或者业务分拆。

⑥减掉债务和其他费用，例如处置和分拆的收益税，收购成本，给目标企业股票一个估价。

⑦将目标企业的估值同收购前独立价值的比较，以决定从收购中得到的增加值大小。

⑧决定将收购增加值的多大比例作为给目标企业股东的控制溢价。

根据收购公司的管理水平，在准备目标企业现金流量的预测时，要检查目标企业历史的现金流量表。作为较早讨论的持续收益预测，现金流量预测是在假定引进收购公司之后目标企业运营发生变化的基础上做出。特别需要注意的是，这些假定与价值驱动因素有关。

(1) 价值驱动因素和现金流量预测

价值驱动因素是指那些决定一家企业现金流量水平的关键收益、成本或投资等变量，并因此决定了对股东的价值。拉波帕波特（Rapaport）确定了五个重要价值驱动因素：

●预测销售在数量和收益上的增长。

●边际营业利润。

●新固定资产投资。

●新流动资产投资。

●资本的成本。

收购公司收购后的管理计划正常情况下是瞄准改变上面的价值驱动因素，以便能从收购中创造增加价值。价值驱动因素水平的改变取决于收购下的价值创造逻辑。驱动因素水平的改变经常是相互依赖的。例如，较多的销售增长可能仅通过增加营销支出、广告或产品开发，或通过增加固定资产和流动资产的投资取得。这些价值驱动因素的变化然后被转变成现金流入和流出的预测。

运营现金的流入，来自于企业的经营，是税后现金流量，但是在支付向目标企业融资借款的利息之前。现金流出是因为增加了固定资本和流动资金投资。投资现金流出的税后的运营现金流量净值称之为自由现金流量（见第二章有关自由现金流量的论述)。

对目标企业的现金流量预测期限一般到下 5 年至下 10 年。通常而言，预测期越长，预测的准确性就越差。不论什么样的预测期，在自由现金流量基础上的期末目标公司终值也需要预测。通常这一终值是在对永久的自由现金流量假定的基础上预测的，而永久自由现金流量又是建立在与预测期最后一年年运营水平一样的假定之上。水平永久现金流量等于资本成本投资产生的终值。

对折现自由现金流量的预测，可以向收购公司提供目标企业作为一个整体的全部价值。从企业价值中，减去债务，得到股本价值。

资本成本等于资本加权平均成本（WACC)，它是从目标企业收购前的股本和债务成本中估计的。在收购后，如果目标企业的风险轮廓没有改变，也许由于目标企业产品或市场的多

样化，股本和债务成本将改变。所以，收购前的资本成本要加以调整，以反映风险的变化。

此外，如果目标企业收购后的资本结构不同于收购前的结构，资本加权平均成本将为此被调整。所以，

$$WACC = K^{e}E/V + (1 - T^{c})K^{d}D/V + K^{p}P/V$$

式中 K^{e}＝股本成本；

K^{d}＝债务成本；

K^{p}＝优先股成本；

E＝股票市值；

D＝债务市值；

P＝优先股市值；

Tc＝公司税税率；

V＝E＋D＋P，企业的价值。

(2) 估计资本的加权平均成本

这需要对各种各样的长期成本要素进行估计，包括股票、优先股和债务。考虑到股票、收益产出（收益/股价）和分红产出（分红/股价）不能全面反映对股东的股本机会成本。资本资产定价模型可用于估计目标企业的历史股本成本。该模型在全面市场溢价和相关市场股票风险的基础上，可以将投资者要求的收益估计无风险利率和风险溢价之和。这种风险是众所周知的系统性风险。其风险度量是β贝塔值。

预期股票收益＝无风险利率＋市场溢价×β

市场溢价＝预期市场收益－无风险利率

β＝股票收益对市场收益的敏感度

＝股票与市场收益的协方差/市场收益的方差

β值通过计量经济学的程序，用历史股价数据估计。对公众公司来说，β值在不同国家可以从投资顾问服务项目中读到。例如，美国的价值界限、英国伦敦商业学校的风险测量服务等。对一家民营公司来说，一家类似的公众公司的β值可以使用。无风险利率在实践中是短期的收益，也就是90天政府债券收益率。市场一般是以广泛使用的股票市场指数来代替。例如，在美国是标准．普尔指数，在英国则是金融时报指数。

对目标企业收购前预期的股本收益需要根据在收购后目标企业β值的可能变化加以调整。因为人们对一个企业的运营特征和其β值之间的关系并不能明确地理解，所以即便在收购目标企业的特征之下的这种调整是必要的，在某种程度上也是主观的。

估计债务成本更加困难，因为债务通常是不进行交易的。在各种各样利息借贷中的实际利息支付，是债务真实成本的一个较好的近似值。类似的问题也出现于优先股的情况中。所以，资本成本的估计也许是一个对真实成本不满意的近似值。

估计了资本成本的单个元素，然后我们以每种类型在资本结构中的比例加权。相关的资本结构是收购公司在收购后期待的资本结构。

(3) 决定购买价格

对收购公司来说，目标企业自由现金流量的估价为：

$TVa = \Sigma FcFt/\ (1 + WACC)^t + Vt/\ (1 + WACC)^t$；

式中 TVa = 收购后的目标企业价值；

FCF_t = 在 t 时期内目标企业自由现金流量；

Vt = t 时刻目标企业的终值。

表 9－5 用预测自由现金流量的方法对目标企业股本估价

（百万英镑）

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
销售额	162.00	174.96	188.96	204.07	220.40	220.40
经营利润	6.48	7.00	7.56	8.16	8.82	8.82
－公司税	2.14	2.31	2.49	2.69	2.91	2.91
－增加固定资产	2.04	2.20	2.38	2.57	2.78	0.00
－增加流动资金	0.48	0.52	0.56	0.60	0.65	0.00
自由现金流量	1.82	1.97	2.13	2.30	2.48	5.91
目标企业公司价值＝自由现金流量现值						39.67
＋附属企业的剥离						3.00
＋目标企业领导人办公室出售						6.00
＋养老基金余额的税后再筹集						1.00
－多余成本						2.00
－长期贷款						9.00
对收购公司来说目标企业股本价值						38.67

对收购公司来说，目标企业的总价值也包括资产的出让和剥离的收益，重组成本或者前面讨论过的养老金剩余再筹资。这些销售收入和养老金基金剩余必须以税后基础计算。在总价值中，减去目标企业的债务和优先股就等于收购公司目标企业股票价值。如果收购公司股东计划从收购中得到任何收益，那么支付给目标企业股东的实际购买补偿必须低于此价值。

一个目标企业的折现现金流量的评估实例

表 9－5 规划了在 1995 年收购后超过 5 年的自由现金流量。它假定 6 年内的运营现金流入是稳定的，是和第 5 年保持同样的水平。所以，5 年末目标企业的终值是以目标企业收购

后的加权平均资本成本这一水平的永久自由现金流量的投资价值。预测假定下面 5 个价值驱动因素是：

预期的销售增长率＝1996 年至 2000 年每年增长 8％

边际营业利润＝销售额的 4％

增加固定资产＝增加销售额的 17％

增加的流动资金＝增加销售额的 4％

资本成本（加权平均）＝11％

它进一步假定目标企业每年花费折旧预提，维持它在收购前的运营能力。在这一例子中，在推导自由现金流量，折旧预提不增加营业利润或固定资产投资。

和收购前的 2 000 万英镑的市值相比，目标企业价值估计值是 3 867 万英镑，这假定也是企业的单独价值。所以，收购期望的增加价值是 1 867 万英镑。这是收购公司能支付给目标企业股东的控制溢价的最大值。如果收购变成敌意性的，最大值将由于高昂的成本而减少（见第八章收购成本）。

(2) 折现现金流量估值的敏感性分析

由于预测过程中存在的不确定性，收购公司检查目标企业的价值对假定中的任何变量是如何敏感的这一行动是切合实际的。这种分析揭示了那些收购公司需要关注的重大的价值驱动因素。特别是，在这些重要价值驱动因素背后的假定需要严格地证明。预测他们收购后的水平也需要更大的精确性。当维持其他因素不变，改变一些价值驱动因素对预测的影响展示在表 9－6。收购的价值显示出对营业利润率提高和折现率增加最敏感。

从市盈率模型推导出目标企业对收购公司来说，其价值是

4 100万英镑（表9－4），而用折现现金流量模型得出的是3 867万英镑（表9－5）。两个数字在我们例子中十分接近。然而，如此近似取决于每一模型的基础假定。的确，假定市盈率模型的估值是正确的，那么折现现金流量有关价值驱动因素的假定能够被再检验。

表9－6　目标企业价值对价值驱动因素的敏感性

增加1%	股票价值变化(百万英镑)
销售增长率	0.44
营业利润率	12.60
固定资产投资	－0.52
折现率	－4.19

在两个模型中，折现现金流量模型不仅信息集中较多，而且其分析上也更广泛。它允许一个详细的敏感性分析。当预测自由现金流量和估计资本成本问题时，折现现金流量模型是概念性的，分析更复杂。

3. 私人公司的估值

虽然对私人公司的估值的原则同对公众公司是相同的，但一个重要的差别是对私人公司，我们不能使用股票市场提供的标准进行估值。市盈率模型或者折现现金流量模型的使用，需要我们为私人公司在股票市场上寻找一个代表人。这种代表企业必须尽可能地与目标公司相似。通常代表是与目标企业的产

业或部门、规模相匹配的，代表企业的市盈率或它的资本成本可以适用于对目标企业的估值。

即使代表人在产业和规模上同目标企业较好地匹配，在其应用于目标企业之前，由于目标企业股份有潜在非市场能力，代表人的市盈率需要打折。类似地，为补偿这附加风险的资本成本也要提高。

同一家已被投资分析家经常广泛研究的公众公司相比，有关私人目标企业的信息是稀缺的。所以，预测其未来现金流量是一件更加困难的事情。弥补这一不足的是，在实践中，私人公司的收购几乎总是友好性的，更容易评价目标企业的管理信息。

4. 税收对目标企业估值的影响

过去，在有些情况下收购是由税务因素驱动的。例如，一个可以抵销收购公司利润的有累积经营亏损（称之为税收损失）的目标企业，就是一个有吸引力的目标。收购后从集团的角度，收购公司能减少税务负担。由于英国税法随后的变化，现在税收损失的使用则需依照严格的条件。

经营亏损也可以转存下来，冲减同一企业的未来的利润。也就是说，收购后目标企业和收购公司之间不能立刻转移亏损和利润。此外，在所有权变化前3年和变化后的3年内，企业的经营活动不能有重大的变化。这一规则实际上是暗示收购公司必须从事目标企业以前的业务，然后才能利用税收损失条款减少未来的税务负担。

一个类似的“不发生主要变化”规则适用于在目标企业未解除的优先公司税的使用。在提供了收购前3年和后3年经营活动或业务不发生主要变化的情况下，它可以被结转以减轻目标公司未来主营公司的税务负担。英国最近的税法条款也限制企业所有权变化之后至变化前期拿回目标企业所造成的亏损和未解除的优先公司税。

一个目标企业累积的资本损失不能抵销由集团另一成员创造的应征的资本收益（例如，一项收益有义务交纳资本收益税）。购买一个累计资本亏损的目标企业，将它转化成到收购公司资产中孕育的资本收益，以收益冲减亏损是困难的。在对一个目标企业估价时，收购公司一定要非常细心地检查潜在的税务收益能否可靠地进入评估。

5. 收购和职工养老金基金

为了达到购买目标企业所需的价格，购买者需要考虑以下因素：

●目标企业职工养老金计划的结余或赤字。

●养老金计划中的全部责任都要移交，包括那些虽在计划之下并没有保证，但已变成习惯的东西。

●提供已同意养老金收益的成本。

资产作为养老金计划的组成部分移交给买者要包括养老金计划中的全部责任。任何疏忽都将增加收购成本。资产的剩余可以再支付给收购公司，或者收购公司能够减少或中止未来养老金对计划的捐赠。后者以养老金捐赠假日而闻名。养老金计

划可以提供一个剩余，将首先用于增加该计划的正式成员的收益，对公司减少再筹资的规模（见案例研究 9－4）。

案例研究 9－3　GKN 公司试图避免优先公司税

1990 年 2 月，GKN 公司，一家工程和产业服务集团，以 496 亿英镑向维斯特兰德（Westland）公司，一家英国直升飞机制造商，提出收购。尽管是一家英国公司，GKN 有较多的海外利润，已经累积了一个较大的未解除的优先公司税。这一问题的出现是因为相对低水平的英国国内的利润，而公司依此交纳主营业务公司税。这样交税的后果是其年报中的利润增加。解决此问题的另一办法是收购一家在英国国内有重要利润的英国公司，以增加公司利润来自在英国国内的份额。而维斯特兰德公司恰好符合这一要求。许多分析均证明，GKN 公司采取收购的原因并不主要是推进的产业组合，收购更多迫不得已的原因是优先公司税收益。据估计，此次收购将会降低 GKN 公司有效公司税税率 5%。

资料来源：《金融时报》，1994 年 2 月 10 日。

案例研究 9－4　汉森试图搞乱养老金结余

1985 年，帝国集团正在卷入一场来自于汉森信托的敌意收购。为保护职工养老金计划，阻止汉森有可能转移养老金结余的企图，从而阻止汉森的收购，帝国集团的养老金计划的信托规定被修改。第一项修改是万一任何一方收购了帝国集团的控制权，基金将对新成员封闭。第二项修改是养老金每年至少增加 5%，或者以零售价格指数的上升而增加，无论后者有多

大。1986年，当基金有一个1.3亿英镑的结余时，汉森的收购获得成功。此时，汉森为了将帝国集团的职工养老金计划转换成集团内部的另一个计划，从而获得结余，它威胁说要减少养老金5%的增长率。在随后的诉讼中，法庭对改变养老金计划做出了裁决。法庭认为，一家公司应该严守信用，而不仅仅是为自己的利益。

资料来源：《金融时报》，1990年12月5日。

6. 小　结

本章讲述了目标公司估值的不同方法。特别是对收益模型、资产模型和现金流量模型及其应用做了详述。所有的估值模型都存在各种变量的不精确和不可靠的情况。而且这些模型的许多假定是主观的，在某些程度上是任意的。所以，利用一个可选择的模型为目标企业估值得到的价值范围是慎重的、敏感的。在对目标公司定价之后，收购公司要决定支付方法。在选择支付方法时的一个重要考虑是收购后对集团财务报告利润的影响。这种影响取决于收购会计的会计准则。我们将在下一章讨论收购和兼并会计。在第十一章则讨论支付方法。

参 考 文 献

[1] Brealey, R. and S. Myers (1991) *Principles of Corporate Finance*, McGraw - Hill.

[2] Mulcahy, R, (1994) 'Pension aspects of acquisitions', in *Company*

Acquisitions Handbook, Tolley Publishing Co.

[3] Rappaport, A. (1986) *Creating Shareholder Vavue* , *Free Press*.

[4] Rees, W. (1995) *Financial Analysis*, Prentice Hall.

[5] Scott, T. (1994) 'Tax planning', in *Company Acquisitions Handbook*, Tolley Publishing Co.

十、兼并与收购会计

当兼并与收购发生时，合并计帐的财务报表必须反映合并的结果。在许多国家，会计规则要求集团公司成员帐户要编制集团帐式。在英国，尽管母公司及其子公司可以组成单独实体，但是，集团帐户必须编制整套的合并帐目报表。根据《1985 年公司法》、重新修订的《1989 年公司法》、以及《财务报告标准》（FRS）第 2 号，合并帐户是必须编制的。

在公司合并的会计年度，新子公司与母公司的合并往往会采用不同类型的会计制度，这要依照其合并的性质：即它是企业兼并还是企业收购。这两类会计制度被认为是兼并会计和收购会计。会计方式的选择会显著影响到合并计帐后的合并财务状况，以至反映到其合并帐户之中。由于可以预知这种影响，许多公司会以事先取得适宜其会计方法资格的途径，来组织它们的收购活动。

因而，会计制度不仅会影响到合并后的经营业绩表现，也会影响到合并经营结果的财务结构。在这一章中，我们会阐述兼并与收购的会计制度，收购公司对每种会计制度的缺点和优点的看法，建立与收购相关联的会计帐户，以及目前会计制度改革对企业合并的影响。

1. 企业合并会计制度

企业合并可分为两类：一是收购（也称为接管，Takeover）；二是兼并。在收购活动中，收购公司购买的是被收购公司股东在公司中的收益权。被收购企业的股东将不再享有收益权。在兼并中，两个股东集团不但继续在其各自的公司中维护其股权利益，而且还从对方公司中获得股权利益：这就是说，他们联合经营其股权。因此，美国人为收购与兼并分设了“盘购”（purchase）与“联营”（pooling）的有关条款。

在英国，收购与兼并会计制度来源于两方面：一是《1985年公司法》，二是《标准会计实务公报》（SSAP）第23号：“收购与兼并会计”。自1994年12月22日后开始的公司会计年度，英国公司必须遵守新的《财务报告标准》（FRS）第6号（收购与兼并）和第7号（收购会计公平价值，Fair Values in Acquisition Accounting）。在过渡到新标准期间，《标准会计实务公报》第23号（SSAP 23）始终是有效的。在这一章，我们会概括讨论《财务报告标准》第6号（FRS 6）和第7号（FRS 7）的前后变化。

《标准会计实务公报》第23号提供了合并是兼并还是收购的鉴别标准。在股兑股的交换基本上可以完全实现企业合并的情况下，就可以确定为兼并。相反，在收购中被收购公司要转让其所有权，大量的资源要留给收购集团作为所有权的转让。因而，大量使用现金融资的合并就是盘购或收购。根据是否符合《标准会计实务公报》第23号的鉴定，合并将被认定

为兼并或收购。但是，如果合并符合兼并的测定，它也可能被认定为收购。换句话说，兼并的认定不是强制的。

《标准会计实务公报》第23号涉及到一些计帐方法，即合并将体现在控股公司帐户与合并帐户中。表10－1描述了兼并与收购会计在控股公司帐户和合并帐户中的差异。

兼并会计所根据的一个假定就是：尽管现在已经合并，兼并公司的股东们在股权联营的同时，还要继续维护本公司各自的股权。兼并会计寻求维持这种连续性。连续性的原则也就是说，不考虑兼并日期，就可能分享两个公司的利润和积累储备。这好像是两个公司始终共存在同一所有制下。因此，为了比较就要重作上年的帐户。

就收购会计来说，不重作上年度的帐户这一规则会经常导致收购公司资产和利润的突然增加，因而会出现戏剧性显著增长的情景。这仅仅反映出这样一个事实：在收购当年及之后，报告了两家公司的会计结果。相反在上一年，报告的仅是收购公司的会计结果。

《标准会计实务公报》第23号规定，公平价值是正常交易的基础。由于兼并会计的假设（即兼并不是某种交易），公司的资产或交易的支付不需要规定为公平价值。另一方面，收购被认为是正常购买交易，被收购的资产和盘购的支付这两者要按照公平价值记录。其结果是，这些公平价值之间的差异也需要被确认。如果支付包括股票时，则发行股票的公平价值（市场价值）与名义价值之间的差异必须被确认为股票溢价。

表 10-1 《标准会计实务公报》第 23 号中兼并会计与收购会计之间的差异

(a) 在控股公司帐户中	
兼并会计	收购会计
按发行股票面值记录的子公司投资没有出现股票溢价	按收购公平价值记录的子公司投资正常记录的股票溢价
(b) 在合并帐户中	
兼并会计	收购会计
子公司收购前准备金 包括在集团准备金中和可用于支付股利	子公司收购前准备金 不包括在集团准备金中和不太可能支付股利
集团帐户反映整个兼并年度子公司的利润	集团帐户只反映收购日以来的利润
按兼并前的帐面价值合并子公司资产	按收购公平价值合并子公司资产
不允许有未来亏损/重组成本的准备金	允许有未来亏损/重组成本的准备金
不承认商誉	承认商誉
重作上年度的帐户（好像兼并当时生效）	不必重作上年度的记帐

收购支付的公平价值对分别进行评估的资产公平价值的超出部分被称为商誉。商誉相当于被收购公司提供给收购公司除了公司独立资产价值之外的价值，它是无形资产。商誉本质上来源于某公司超过其对手的某种竞争优势。商誉包括公司的声誉、卓越的研究与开发、良好的售后服务、优质管理、地域优

势、市场竞争力等等。

兼并与收购会计的实例：

上述兼并与收购会计制度适用于大鱼上市公司（Big Fish plc）与小鱼上市公司（Small Fry plc）之间的企业合并。合并的结果来自大鱼公司对小鱼公司成功的收购。小鱼完全成为大鱼拥有的子公司。在表 10－2 中，有两家公司收购和收购前资产负债表的说明。表 10－3 显示，小鱼公司的帐户合并到大鱼公司兼并会计和收购会计之下的帐户中的一些情况。

表 10－2　大鱼公司对小鱼公司的收购

收购说明：大鱼公司按 1 兑 1 股票交换的收购发行 7 亿股股票。双方股票的面值为 1 英镑，大鱼股票按无条件日期的市值为每股 175 便士。小鱼固定资产公平价值为 7.5 亿英镑。两家公司的资产负债表如下（100 万英镑）：

	大鱼	小鱼
固定资产	820	560
净流动资产	330	270
合计	1 150	830
股本	800	700
损益	350	130
合计	1 150	830

在表 10－3 中，股票溢价是大鱼公司股票市值（12.25 亿英镑）超出其票面价值（7 亿英镑）的部分。商誉是大鱼公司 12.25 亿英镑收购的公平价值超出小鱼公司固定资产重估后 10.2 亿英镑净资产的多出部分。

表 10－3　大鱼集团控股公司及合并资产负债表

（100 万英镑）

	控股公司	小鱼公司	大鱼集团
(a)兼并会计			
固定资产	820	560	1 380
小鱼公司投资	700		
净流动资产	330	270	600
合计	1 850	830	1 980
股本	1 500	700	1 500
损益	350	130	480
合计	1 850	830	1 980
(b)收购会计			
商誉			205
固定资产	820	750	1 570
小鱼公司投资	1 225		
净流动资产	330	270	600
合计	2 375	1 020	2 375
股本	1 500	700	1 500
股票溢价	525		525
重估价盈余		190	
损益	350	130	350
合计	2 375	1 020	2 375

在这一实例中，我们指出下列两种会计方法之间的的不同点：

●收购导致了 2.05 亿英镑的商誉和 5.25 亿英镑的股票溢价，并且使所收购的固定资产升值了 1.9 亿英镑。

●由于大鱼公司与小鱼公司的利润共享，所以兼并会计使大鱼的集团利润从 3.5 亿英镑增加到 4.8 亿英镑。

上述这些差异有着重要的含义。如果采用收购会计：

●商誉必须被体现出来。商誉会计是《标准会计实务公报》第22条的主题，后面会对此进行讨论。

●股票溢价会计科目被限制使用。大鱼公司不能轻易使用它来注销商誉，必须经过法院的准许才能这样做。

●固定资产价值比兼并会计的数额增加1.9亿英镑，这会在收购后期增加年折旧费用，并且会潜在地冲减帐面利润。

●如果大鱼公司要给其股东支付更多股利，它不能动用小鱼公司1.3亿英镑的准备金，而在兼并会计下可以使用。

所有这一切会导致收购公司乐于选择兼并会计，而收购会计相比之下缺乏足够的吸引力。为了防止兼并会计的滥用，《标准会计实务公报》第23号为兼并会计的使用设立了相当严格的条件。这些条件如下：

●导致企业合并的收购必须由所有普通股的股东决定，收购公司不能持有全部有投票权的股票。

●收购公司必须获得至少90%的普通股和投票权。

●收购前，收购公司在目标公司中要拥有不超过20%的普通股和投票权。

●普通股需要不少于90%的支付。然而，支付部分的现金不能超过10%。

这些条件背后的精神实质是，只有当股权联营和连续性真正保持下来时，才能使用兼并会计。但是在实际中，有许多公司及其顾问们策划的只是遵守表面文字的方法，而不是兼并会计制度的精神实质。后面会更多地介绍有关这些策划的情况。

2. 兼并调帐

1980年一个重要的法院判决（西瑞尔 v. 伯坎，Shearer v. Bercain）宣告了兼并会计在法律上失效，其中包括作为支付按面值发行的股票记录，以及所要求的这些股票的溢价记录。但是，经过修正的《1985年公司法》提出以下必要的条件：

●母公司可以按照支付股票的公平值或面值记录它在子公司中的投资。

●如果母公司按照公平价值记录股票，超出面值的部分可以贷计到兼并准备会计科目上，以代替股票溢价会计科目。

兼并调帐（Merger relief）来自于股票溢价记录。这种兼并调帐所需要条件如下：

●收购公司必须获得收购对象90%的普通股。

●收购公司所提供的支付补偿至少有一部分要以普通股的形式。

兼并会计与兼并调帐的比较：

尽管在表面上相似，但是这两类条件在许多重要的表述中都存在着差异。表10-4对两类条件进行了比较。实际上，兼并调帐使用收购会计进行合并比使用兼并会计更为经常。根据收购公司的观点，构造这种模式比较灵活。在表10-3中，大鱼公司可以把5.25亿英镑的股票溢价贷计到新兼并的准备金科目上。

表 10－4 兼并会计与兼并调帐条件的比较

兼并会计	兼并调帐
收购必须获得 90% 的普通股和投票权	获得 90% 的普通股
至少要以 90% 作为普通股	无最低限度但至少要形成一些普通股
收购前的持股不得超过 20%	无这种限定
只有在股权联营时使用	适用于股权联营与盘购两方面
不承认股票溢价	可设立兼并准备金科目

3. 商誉会计

正如我们已经知道的那样，收购会计会引导出商誉。理论上讲，商誉可能是负的：这是指，支付的公平价值可能会跌到所购买的净资产公平价值以下。这表明，收购公司的收购要进行激烈的讨价还价，同时会计制度也要使用负商誉。事实上，负商誉是罕见的，所以我们将集中在正商誉上。我们必须记住，商誉“形成”是作为多余的数额，是作为收购公司所支付的公平价值对所收购资产的超出部分（见表 10－3 对商誉的计算)。

支付的公平价值（如现金、普通股或债券）比所收购资产的公平价值更容易查明。根据往来会计制度规定，所收购资产的公平价值也要按照收购公司的观点进行估价。这意味着，会出现操纵资产公平价值范围的现象，因此，也会出现操纵商誉估价范围的问题。

《标准会计实务公报》第 22 条解释了商誉。根据会计制度和《1985 年公司法》（CA1985），公司通过其贸易和经营建

立起来的商誉（自生的商誉），不能被认为是公司资产负债表上的资产。其原因就是，这种商誉评估是极不准确的。另一方面，采用与资产公平价值之间的比较，可以相对容易地对收购商誉进行估值。此外，有争议的是：把自生的各种商誉排除在外的同时，又将所盘购的商誉留作为资产，这是前后矛盾的。

《标准会计实务公报》第 22 条提供了可供选择的盘购商誉处理方法：

●尽快转销准备金。

●通过损益帐户进行资本化和摊销。

《标准会计实务公报》第 22 条所推荐的方法是转销准备金。在这种标准之下，商誉可能转销以下准备金：

●收益准备，例如累计的留存利润。

●兼并准备金（这在现行的会计标准委员会（ASB）提议下可能会被禁止，参见下面）。

●经过法院准许设立股票溢价帐户。

根据收购公司的观点，摊销过程的缺点在于：年度商誉费用会冲减收购后的帐面利润，而且大多数公司看来不喜欢这一结果。正如被投资者所看出的那样，对快速转销留存收益的劣势是，它会降低公司潜在的支付股利能力。因此，用冲减准备金和股东基金的方式快速销帐，也会提高债务/权益的比率，以及增加都能看到的收购公司的财务风险。如果公司能够设立商誉快速销帐的兼并准备金，那么就可能缓解由快速销帐引发的问题。因而，收购会计与兼并准备会计相结合的方式正在普遍流行。

大鱼公司对小鱼公司的收购说明了对商誉的选择处理（见

表 10－3)。大鱼公司拥有下列选择权：

●将商誉继续保留在其集团的资产负债表上（即资本化），这就是说，用年度费用和 1.025 亿英镑的利润冲减，分 20 年对其进行摊销。

●经过法院准许，对股票溢价帐户的 2.05 亿英镑全部销帐。

●把设立兼并准备金的 2.05 亿英镑全部销帐，以代替股票溢价帐户。

由于公司不会选择它们帐面上的"底线"得分（每股收益），所以第三种方法提供了最为灵活与最具有吸引力的选择。

《标准会计实务公报》第 22 号允许收购公司对在收购后经营中所导致的交易亏损和重组成本加以考虑。收购公司可以建立这种亏损和成本的准备金，用来冲减所收购资产的公平价值，以及增加商誉的数额。这些亏损与成本只是收购公司主观上的估计，因此容易受到操纵。

操纵这些成本与亏损上升的好处是，在未来期间有关收购的无形资产的折旧费用将会降低，同时集团的帐面利润将会增大。此外，额外的准备金可以直接记入到损益帐户中，收购后的集团利润会再一次膨胀起来。在收购后的当年，《标准会计实务公报》第 22 条仍旧允许这些亏损与成本的评估。一些收购公司使用这种"事后评估"（hindsight）增加商誉，以便此后对准备金进行销帐（见案例研究 10－1）。另外一些收购公司则通过入帐的额外准备金来报告所增加的利润。

案例研究 10－1　收购公司使用事后评估并"赢得"商誉

1990年布克上市公司（Booker plc）收购了飞驰拉威尔上市公司（Fitch Lovell plc，简称FL），并且使用了收购会计。这是按照收购的时间对FL公司的资产做了公正的评估，但是，这一评估被警告说是不准确的。在布克公司1991年的帐户中，该公司说明了它已经完成对FL公司的合并以及公平价值的评估。这一帐目用2 120万英镑冲减了收购资产的公平价值，并增加了同样数目商誉。

资料来源：布克上市公司的帐户。

对《标准会计实务公报》第22条、第23号以及兼并调帐的批评：

现行的收购与兼并会计制度在许多问题上受到了批评。第一，当符合兼并会计条件时，兼并会计制度并不具有强制约束作用。因此，收购公司往往采用“挑选与混合”的方式。甚至当完全具备兼并会计条件时，收购会计仍然会被人采用。第二，虽然实质上违背兼并与收购会计制度的精神，收购公司仍然会以其表面上具备兼并会计条件的方式来组织他们的收购交易。两种会计方法最终采用哪种，取决于卖方公司股票与认股权证的发行。第三，兼并与收购会计制度允许收购公司的商誉帐户存在着较大的疏漏。第四，兼并调帐与其背后设计的意图相反，大多采用收购会计进行合并。第五，准备金作帐的处理权被收购公司滥用来篡改他们收购后的收益。

卖方公司股票发行协议和认股权证协议将兼并会计的优势与满足卖方公司（被收购公司的股东）对现金偏好的需求结合起来。当卖方公司（支付）发行股票（这些股票必须上市）

时，收购公司对目标公司股东的股票进行收购，即交换该公司的股票。与此同时，如果目标公司股东有着发行股票的强烈需求，那么收购公司会安排其商人银行或其它中介机构发行这些股票。

虽然卖方公司会收到现金，但这并不由收购公司支付。目标公司的股东可以轻易地从股票发行中取得现金。但这并不是真正的股权兼并。然而，《标准会计实务公报》第23号允许在这种情况下使用兼并会计。在卖方公司股票发行中，新的（通常是机构性的）股东会取代目标公司的股东。目前的股东会发现他们持有的股票已被稀释。卖方公司认股权证收购要约可能会避免这种稀释。

在卖方公司认股权证收购中，股票发行协议会提出：收购公司的股东具有支付股票回购的选择权。卖方公司认股权证发行后，现金会从收购公司的股东移交给卖方公司。这一方法类似于常规的认股权证发行。然而，在《标准会计实务公报》第23号中，伴有现金标价的认股权证发行将不适合于兼并会计。在案例研究10－2中阐述了卖方公司认股权证发行的机制。

案例研究10－2　收购中的卖方公司认股权证

1985年2月，一家英国咨询公司—系统设计师国际（Systems Designers International，SDI）公司买下了一家美国民营公司—瓦灵通（Warrington）公司。在支付中，该公司的股东选择了现金而不是SDI公司的股票。收购价格中包括了大量的商誉。由于SDI公司的准备金很少，所以商誉不通过准备金销帐。如果商誉被摊销，那么SDI公司的每股收益会大幅

度地降低。

SDI 公司的财务顾问萨缪尔·蒙塔古（Samuel Montagu）曾经建议出售卖方公司的认股权证。按照这一协议，SDI 公司将对目标公司做出股票交换的收购。萨缪尔·蒙塔古提出，要向瓦灵通公司股东支付现金，但是，通过发行卖方公司认股权证的方式，将会使用 SDI 公司自己股东所买下的收购股票来支付这种费用。SDI 公司可能会在后来使用兼并会计来克服商誉的问题。

资料来源：波尔·鲁特曼（Paul Rutteman），《会计学》，1987 年 8 月。

案例研究 10－3　收购中的准备金会计

1988 年考勒罗尔（Coloroll）公司以 2.15 亿英镑的现金和股票收购了约翰·克罗瑟（John Crowther）公司。在 1988 年 4 月的收购前夕，克罗瑟公司拥有净资产大约 7 000 万英镑。因而，表面上的商誉为 1.45 亿英镑。然而，到 1989 年 3 月在考勒罗尔公司的年度帐目中，这笔交易的总成本高达 7 500 万英镑，其中包括杂项费用、股票与债务方销帐、多余和重组准备金、及其它科目。克罗瑟公司的净资产进一步被减计 400 万英镑，降为 6 600 万英镑。在做出这些调整之后，所估计的商誉为：

2.24 亿英镑＝原始商誉（1.45 亿英镑）＋各种成本与准备金（7 500 万英镑）＋净资产减计（400 万英镑）

这种商誉可以与 2.15 亿英镑的收购支付的价值相比较。

资料来源：史密斯（Smith，1992 年：第 4 章）。

准备金会计的设立使用会经常导致一些问题。在案例研究10－3中，考勒罗尔公司对约翰·克罗瑟公司的收购展示出一个异乎寻常的结果：考勒罗尔公司所收购的商誉竟然超过了付给约翰·克罗瑟公司的价格！这种商誉的一部分来源于考勒罗尔公司在对克罗瑟公司预期重组方面所做出的大量的准备金。

对于考勒罗尔公司来说，这种同时发生的准备金与商誉增加的效益是双倍的：准备金被随后用来支付重组成本，因而，避免了收购后损益帐户中冲减帐面利润的费用；然而，商誉有可能确实划销为准备金，因此不会影响收购后的帐面利润。如果会计制度要求商誉摊销，那么对商誉膨胀的刺激也会减少。

4．会计实务方法

尽管如同我们上面所见到的那样，兼并会计似乎比收购会计更具优势，然而如同表10－5所表明的那样，英国的收购公司在过去压倒多数地选择了收购会计。使用兼并调帐的收购会计占据支配地位。在来自收购公司符合兼并会计的211个案例中只有54个案例中真正采用了兼并的程序。希格森（Higson，1990年）在关于1976～1987年期间373件英国企业合并的实例报告中说，不到1/3的符合兼并会计条件的收购公司真正采用了兼并会计。

收购会计相当盛行有一些合理的原因。兼并调帐的有效性使收购公司能够更加灵活地处理商誉以及资产与支付公正评估的问题。此外，按照收购会计可以设立重组准备金和其它成本

科目，就有可能使收购公司操纵收购后的利润。据估计，大约40%的英国收购公司曾做过收购准备金科目。一个引人注目的准备金会计实例就是，英国轮胎橡胶（BTR：British Type and Rubber）公司1991年在其收购华克·西德莱（Hawker Siddeley）公司时，作了3.8亿英镑的准备金帐目。这几乎相当于其收购价格的1/4（《会计学》，1994年10月）。

表10－5　1980～1990年英国企业收购的会计方法

收购公司采用的会计方法	是否符合兼并会计?	收购案例 数目（件）	比重（%）
兼并会计	是	54	11
收购会计（使用兼并调帐）	是	137	28
收购会计（不使用兼并调帐）	是	20	4
收购会计（使用兼并调帐）	否	127	26
收购会计（不使用兼并调帐）	否	155	31
总计		493	100

资料来源：萨拉米与萨德沙纳姆（Salami and Sudarsanam，1994年）

英国目前的发展状况：

1994年9月所颁布的新《财务报告标准》（第6号和第7号），试图解决对《标准会计实务公报》第22条和第23号的一些批评问题。《财务报告标准》第6号“关于兼并与收购会计”，定义了兼并与收购，规定了兼并会计的强制性，缩小了认股权证等“聪明躲避”的范围。根据《财务报告标准》第6号，符合以下5种条件的企业合并必须用兼并会计作帐：

●合并当事人中的任何一方都不是收购公司或者是被收购

公司。这意味着真正的股权联营。

●合并后的管理是建立在合并当事人意见统一的基础上。这显示，合并服务于所有合并当事人的利益。

●合并中任何一方的力量都不足以强大到能支配合并统一体。这是要求接近平等的合并。

●非股权的支付只是总支付公平价值的无形资产部分。这就保证了物质资源并不脱离集团公司，并且维持了所有权的连续性。

●没有单方面保留股权，只保留合并共同体双方的股权：即股权变小。这再次强调了股权联营。

其它的合并必须用收购会计作帐。因而，兼并会计变得具有强制性，缩小了上面提到的选择与混合方法的范围。

根据《财务报告标准》第7号“关于收购会计中的公平价值”，被收购实体的资产与负债必须按照反映当时条件的收购日期的公平价值进行计量。这一标准禁止使用作为重组成本与未来经营亏损的准备金。重组成本与被收购公司的整合应当按照收购后的成本进行处理。《财务报告标准》第7号提出了货币与非货币资产以及货币负债的计量指标。

一些较大的英国公司强烈地反对《财务报告标准》第7号，这是由于：对被收购企业的恰当评估要求对预期重组成本和未来经营亏损在收购时进行评估，以及在评估中实行合并。虽然这种争议具有一些法律意义，但是新的财务报告标准缩小了收购公司操纵准备金和夸大其未来利润的余地。这是《财务报告标准》第7号受到来自投资界的帐户使用者广泛支持的最终原因（《会计学》，1994年10月）。

会计标准委员会（ASB）关于商誉和无形资产的讨论文件认为，有两个可供选择的商誉会计方法：即资本化并在预定期间内（例如20年）分期摊销，或者仅在价值永久性减少时采用资本化与销帐的方法。后一种建议方法适合于许多英国公司，但是它与《国际会计准则》（IAS：International Accounting Standard）第22条不同，该准则要求资本化并在预定期间内分期摊销。

5．其它国家的企业合并会计

在美国，《会计原则委员会意见书》第16号规定了联营（兼并）与盘购（收购）会计。美国没有兼并调帐的对应概念。如果完全符合兼并会计条件，美国的会计制度也不会提供像英国会计制度同样的灵活性，这是由于联营（pooling）会计是强制性的。许多美国公司抱怨英国的会计制度使英国公司在赢得收购要约时具有不公平的优势，特别是商誉对准备金快速销帐的自由使用，而不是像在美国那样实行摊销。伊万赛维奇（Ivancevich，1993年）的一项研究提供了一些例证：事实上英国公司向美国目标公司支付了更高的溢价，从而导致出较大的商誉。

在欧洲大陆，兼并与收购会计和商誉会计的实际种类繁多〔亚历山大与诺伯斯（Alexander and Nobes），1994年：第12章〕。虽然在欧洲委员会第7号指令的指导下允许使用兼并会计，但是在大多数欧洲国家中都很少采用这一方法。在法国，商誉摊销要经过10～40年的周期。在德国，商誉要在5年、

15 年或更多年的期间内摊销，但是有些公司在使用商誉时实行对准备金的快速销帐。在西班牙，商誉被资本化并在 5 年内摊销。在荷兰，没有合法的准备金制度或者说是没有具有权威性的兼并与收购会计制度。然而，商誉可能被快速销帐或者在最长为 10 年的期限内进行摊销〔乔伊与穆勒（Choi and Mueller），1992 年；第 3 章〕。

6. 小　结

在这一章，我们描述了报告兼并与收购的会计制度。这些制度实质上是：①收购公司对支付的估价、资产评估、以及商誉的估计。②商誉的处理和需要建立未来亏损与重组成本的准备金。英国的会计制度给企业合并提供了兼并会计或者收购会计两种方法。

这些会计制度认为，要允许收购公司去“选择与混合”这些制度的不同方面，以便使它们能够在最优化状态中体现其合并后的收益。但是，最近的英国会计标准试图限制收购会计方法选择的制度，并且使兼并会计具有强制性。这会通过某些方式减少建立收购会计帐户的机会。在其它国家中，企业合并会计制度的种类繁多。

正如我们认为的那样，特殊企业合并会计方法的选择要依赖于支付方式的选择。而我们支付方式又依赖其它非会计的因素。在下一章我们会转到这些题目上来。

参考文献

[1] Alexander, D., and C. Nobes (1994) *A European Introduction to Financial Accounting*, Prentice Hall.

[2] Choi, F. D. S., and G. Mueller (1992) *International Accounting*, Prentice Hall.

[3] Higson, C. (1990) *The Choice of Accounting Method in UK Mergers and Acquisitions*, The institute of Chartered Accountants in England amd Wales.

[4] Ivancevich, D. M. (1993) 'Acquisitions and goodwill: the United Kingdom and the United States', *International Journal of Accounting*, 28, 156 - 69.

[5] Salami, A., and P. S. Sudarsanam (1994) 'Interaction, between financing and accounting policy: the case of corporate acquisitions', paper presented to the American Accounting Association Annual Connference , New York.

[6] Smith, T. (1992) *Accounting for Growth*, Century.

[7] Stedman, G. (1993) *Takeovers*, Longman.

十一、收购支付

根据我们在第六章关于英国收购规则的讨论可以明确：在一定的情况下，收购公司被迫做出现金收购，或者把现金的选择与对所有股票兑换的收购要约联系在一起。这意味着，支付的方式部分地由当时采用的收购的性质所决定，以及由要约前的收购公司做出的股票盘购所决定。然而，由于某些非规则的原因，支付手段（无论是现金、股票，还是债券）对于收购公司来说是非常重要的。

这些原因包括会计政策的选择：即收购公司期望采用收购帐户、有效地为现金收购融资、税收支付、收购公司的流动头寸以及它的财务传动作用等。支付手段的选择是收购公司在某些日常竞争因素中的一种权衡。

本章描述了可供选择支付方式的特性，收购公司和目标公司股东对支付方式的缺点与优点的观点，同时也会阐述最近在收购融资中的创新，如杠杆收购（leveraged buyouts）与递延支付（deferred consideration）。不同的支付方式会导致收购公司与目标公司股东具有不同的效益水平。本章提供了在实际收购中会使用的不同的支付手段，以及这些手段对收购公司和目标公司股东收益影响的经验例证。

1. 收购支付方式

在表 11－1 中我们表述了收购支付的主要方式。如同表 11－2 中支付方式历史范例所展示的那样，除了换股收购以外，现金是收购最普通的支付方式。表中的数据包括独立公司和公司的子公司的收购。一些有趣的范例形成于以下历史上一系列的支付方式。

表 11－1　收购支付的主要方式

收购公司的收购要约	目标公司股东接受
现金	交换目标公司股东股票的现金
股票兑换	收购公司股票兑换每股目标公司股票的规定数量
证券包销的现金收购（卖方公司发行）	先接受收购公司的股票，然后把它们出售给商人银行变现
债券	用债券或信用债券交换目标公司股东的股票
可转换贷款或优先股	在规定的时期内按照预定兑换率接受债券或可转为普通股的优先股
递延支付	某一规定期间之后进行部分支付，受制于履行准则

● 除了 1972、1983 和 1985～1987 年之外的所有年度，至少 50％的收购中使用了现金。

●只有在 1972、1983 和 1985～1987 年期间，50％或更多的收购案例中使用了股票兑换。

●1987年，当时股市暴跌，35%的收购中使用了现金，60%的收购中使用了股票。但是在股灾过后的1988年，70%的案例使用了现金，22%的案例使用了股票。

●在多数年度中，不到10%的案例使用了固定利息的证券，1972年这一比例是23%，是使用固定利息证券最多的一年。

收购公司在现金与股票之间的支付方式的选择体现了对股票市场条件的敏感性。股票似乎更有可能在多头市场中使用。其它的因素也可能会影响支付方式的选择。会计、纳税及财务战略的考虑可能与这种选择有关。在第十章中已经论述了会计上的考虑。以下会考虑到纳税与收购公司财务战略的问题。

2. 支付方式的纳税问题

鉴于在支付方式上的纳税对目标公司股东的影响，收购公司必须对收购时可能的资本收益税义务，以及收购后收购公司支付股利或利息的所得税义务这两方面加以考虑。由于债券的利息通常是公司税的减项，而股息却不是，所以就要求收购公司制定好自身纳税战略，处理好纳税问题。

(1) 收购上的资本收益税

总的来说，当目标公司股东收到交换其股票的现金时，他(或者她)马上就具有了资本收益税（CGT：capital gains tax）的义务。但是，在股东是免除资本收益税的基金的情况下，如养老基金、公益信托基金、单位信托基金或投资信托基金等，

这一问题就不会出现。此外，对于个人股东来说，英国税法中有三种优惠可以减轻，或者甚至可以免除其资本收益税的负担。

表 11-2　1972～1992 年英国收购的支付方式

年度	总计 （总万英镑）	现金 （%）	普通股 （%）	固定利息证券 （%）
1972	2 532	19	58	23
1973	1 304	53	36	11
1974*	508	68	22	9
1975	291	59	32	9
1976*	448	72	27	2
1977	824	62	37	1
1978	1 140	57	41	2
1979	1 656	56	31	13
1980	1 475	52	45	3
1981*	1 144	68	30	3
1982	2 206	58	32	10
1983	2 343	44	54	2
1984*	5 474	54	34	13
1985*	7 097	40	52	7
1986	15 370	26	57	17
1987	16 539	35	60	5
1988	22 839	70	22	8
1989	27 250	82	13	5
1990	8 329	77	18	5
1991	10 434	70	29	1
1992	5 939	63	36	1

注释：总计 ＝ 收购与兼并的总支出。

译者注释：带 * 年度中的现金、普通股与固定利息证券（%）的合计大于或小于 100，这可能是四舍五入的缘故。

资料来源："英国的收购与兼并"，《综合统计部公报》，伦敦，1993 年 5 月。

第一，资本收益与通货膨胀挂钩。因此，应交资本收益税的实际收益可能不会很多。第二，年度的资本收益税减免（在1994/5年度免税收益的最低限额为5 800英镑）。第三，在股东的证券组合中，资本收益可能会被在其它股票上出现的资本亏损抵销，于是资本收益的净值可能会降低。

在目标公司是股东卖出的“个人公司”（即他或她持有5%或更多的投票股权）的情况下；以及在股东持有上述股权，也担任目标公司的全日制董事、经理或雇员10年以上，而且股东年龄超过55岁的情况下，该股东会获得25万英镑以上的退休资本收益减免税资格。另外，75万英镑的收益只需交纳50%的资本收益税，对1～10年的期间也有一定比例的减免。

在出售活动是再投资于“资格性投资”中的情况下，整个资本收益是免税的。根据《1994年金融法》的定义，资格性投资是未上市公司为取得交易资格的投资。因而，潜在的资本收益税负担可能会被这些名目繁多的减免税大量地减轻。

如果支付包括收购公司的股票，到支付股票出让时，接受股票的目标公司股东会通常具有资本收益“展期”（roll－over）的实际权利。因而，在换股收购中，资本收益税不会马上生效。这就给目标公司股东提供了某些灵活性，以把握支付股票的变现和承担资本收益税义务的时机。由于采用了这种展期减免税，当股东或个人其持有5%以上的目标企业股票时，来自《国内税收》的特殊清算是必需的。这种清算可保证股票兑换不是一种规避性的协议。

如果支付是直接债券，那么好像可归类为“资格性公司债

券”，这种债券给予接受公司“延期”（hold－over）的权利，而不是“展期”减免税。这两种减免税的区别是：根据延期减免税，当债券最后出售时，在收购期间的目标公司股东应计的资本收益是“冻结的”，是被结转的，然后才具有资本收益税的义务。

延期的缺点是：这种应计收益不能被在后来债券上的资本亏损所冲减。如果收购公司是达不到债信评级标准的公司，那么在冻结的收益方面，资格公司债券持有者始终具有资本收益税的义务。如果收购公司不是财务状况良好的公司，那么目标公司股东将不愿意接受没有担保的资格公司债券。然而，英国税法清楚地定义了资格性公司债券，在这种定义中，债券的可靠标志不是下跌的。例如，可转换债券就不是资格性债券。所以，收购公司可以采用对债券适当的选择来克服延期的缺点。

递延支付在上市公司的收购中是极其罕见的，同时在服务行业公司的收购中也起着有限的作用。在概述递延支付策划的性质、动机和总条件之后，其纳税影响在下文中会有论述。

（2）收购后的公司所得税

发行用于支付的债券的益处是：债息可减少公司的纳税。但是，接受债券的目标公司股东在其获得的债息上，仍然要交纳所得税。如果支付是普通股或者是优先股，那么股利是从公司税后利润中支付。获得收益的公司有义务按照25％已收付的现金股利预交公司税（ACT：advanced corporation tax）。对于受25％所得税基础税率制约的个人股东来说，没有更多的应交税金，然而，40％高税率的纳税公司将具有交纳额外的股利的25％的纳税义务。

股利对于公司股东和免税基金具有一定的益处。对于公司股东来说，所收到的股利不受制于任何更多的公司税，当他们向其股东分配股利时，其必付的预交公司税会减少到其从收购公司那里收付的预交公司税信用的水平。对于免税的机构股东来说，预交公司税是可返还的，并且可增加其收益。因而，股票兑换支付会吸引大批的目标公司股东。

3．收购公司财务战略的影响

一个公司的财务战略有许多组成部分。保持适当的财务传动比例（gearing ratio）是其中之一。保证足够的银行信用额度是另一种财务战略。利用各种纳税准备金的优势来减少资本成本也是相关的战略。最后，对于开发有利的市场条件来说，证券发行时机也是一项重要的考虑。收购支付手段的选择是基于对某些经常发生冲突准则的权衡，下面会讨论这一问题。

在收购公司已经拥有很高财务传动比例的情况下，发行用于收购支付的债券，不如换股收购有吸引力，换股收购将减少这种比例。此外，合并实体的经营性现金流量和全部现金流量以及抵销债息的收益必须是充足的和持续的。当收购公司筹集银行资金去作现金收购时，这些考虑也是适用的。无论发生哪种情况，信贷融资的来源都是不同的，然而相关的债务却是类似的。威廉姆斯控股（Williams Holdings）公司强调了作为影响收购融资的财务传动作用（见案例研究 11－1）。

案例研究 11－1　威廉姆斯控股公司认为不需要太高的财

务传动作用

1991 年，威廉姆斯控股公司（WH）对瑞卡尔公司(Racal) 作了 7.03 亿英镑的股票收购。当时。威廉姆斯控股公司的财务传动比例大约为 30%，该公司没有使用 6 亿英镑的银行信用额度。尽管财务传动比例较低，威廉姆斯控股公司也不愿通过提高这一比例进行收购融资。威廉姆斯控股公司董事长尼格尔·拉德 (Nigel Rudd) 先生说：“我不喜欢负债，因为它会导致破产。”

资料来源：《金融时报》，1991 年 9 月 18 日。

发行债券或提取公司的信用额度可能会引起收购公司违反贷款保证条款，促使企业冒险达到债务与权益比率的最大值或利息保证的最小值。这种违约是收购公司潜在财务危机的根源。当然，债务的纳税减免给收购公司提供了增加现有股东每股收益（EPS：earnings per share）的机会，因此也提供了增加公司价值的机会。这种基本原理推动了 80 年代一些高杠杆收购（high-leverage buyouts）的发展，我们在本章的后面会讨论这一问题。

4. 股票换购中的收益稀释

与债券或杠杆收购相比，股票换购在某种程度上讲是加大了自身的成本，因为在收购当年或在今后若干年，扩大了的股东数目可能会导致每股收益的减少。让我们假定收购公司(B：Bidder plc) 对目标公司（T：Target plc）作了换股收购。

在表 11－3 中可以看到两家公司收购前的数据。

表 11－3　收购公司与目标公司收购前的数据

公司	每股收益（便士）	市盈率（PER）	每股价格（英镑）	股票数量（百万股）	税后净收益（百万英镑）	市场资本化（百万英镑）
B	10	20	2	20	2	40
T	10	10	1	20	2	20

注释：市盈率（PER）＝市价/收益（price/earnigs ratio）；
税后净收益是对普通股股东而言的。

B 公司对 T 公司每股的收购价格是自己股票的 1.5 倍。每股兑换率（ER：exchange ratio）是 1.5。收购后 B 公司股票的数量将由 2 000 万的旧股增加到 3 000 万的新股。B 公司与 T 公司的合并收益为 400 万英镑。因而，与收购前 B 公司 10% 的每股收益（EPS）相比，收购后的每股收益将为 8%。所以，每股收益中有 20% 被稀释了。

假设 B 公司的股票价值没有改变，B 公司对 T 公司收购的溢价为 200%：

（B 公司的股票价值×兑换比率）－T 公司收购前的价值

2 英镑×1.5－1 英镑

B 公司可能会用 1 兑 1 的报价避免稀释。于是收购后的每股收益将为 10%。在这一案例中，收购的溢价为 100%。以股票收购的 B 公司通常要尽力地向自己的股东再次保证稀释将不会发生，或将是暂时的现象。

案例研究 11－2　收购公司减轻对收益稀释的担心

由于选择的是股票，当时泰斯克（Tesco）公司对威廉姆－劳（William Low）公司做出了2.48亿英镑现金收购，修正了原来1.54亿英镑的收购，因而泰斯克公司的股票价格由于收益稀释的担心而下降。泰斯克公司的董事长对其股东再次保证，收购对当年的每股收益只有一些“微不足道的影响”，而且对未来有积极的影响。他接着说，那些暗示收益被稀释的分析家们低估了泰斯克公司改善威廉姆－劳公司经营管理的能力。

资料来源：《金融时报》，1994年8月4日。

B公司能够提供像200%或100%这样高的溢价吗？回答这一问题的要点在于，股票市场似乎取得了收购的功效。这种观点体现在收购后的收益增长方面：即收购后的每股市盈率。合并实体的每股收益将按照这个收购后市盈率计算得出每股的市值。收购公司在决定兑换率（ER）时必须考虑这个收购后价值。

对于任何给定的收购后市盈率的期望值来说，按照T公司的利益要尽可能地争得较高的兑换率。B公司则是尽可能地保持较低的兑换率。但是，兑换率通常的范围是，双方可能获利，也可能亏损，或者某一方可在另外一方的支付上获利。这些可能的结果在表11－4中可以看到，即在B公司收购T公司时，有10、15和30三种可选择的收购后预期的市盈率。

表 11－4　在股票收购后的市盈率（PER）与兑换率（ER）之间的关系（数据依照表 11－3）

收购前 B 公司的市值＝4 000 万英镑，T 公司的市值＝2 000 万英镑
BT 两家公司合并的收益＝400 万英镑

兑换率（ER）	公司	收购后 B 与 T 按照市盈率(PER)计算的价值(百万英镑)		
		10	15	20
0.5	B	26.6	40.0	53.3
	T	13.4	20.0	26.7
1.0	B	20.0	30.0	40.0
	T	20.0	30.0	40.0
1.5	B	16.0	24.0	32.0
	T	24.0	36.0	48.0

每个股东集团的收益或亏损是：

对于 B 公司：收益 ＝ $(N_B/N_{BT}) \times V_{BT} - V_B$

对于 T 公司：收益 ＝ $[(N_T \times ER)/N_{BT}] \times V_{BT} - V_T$

这里 N_B 与 N_T 是收购前 B 与 T 股票的数量，V_B 与 V_T 是这两家公司收购前的市值。N_{BT}与 V_{BT}是收购后 BT 两家公司合并的数字。

V_{BT}＝ 收购后 BT 的 PER×BT 的合并收益

例如，如果 PER＝20 并且 ER＝ 0.5，V_{BT}＝8 000 万英镑并且 N_B＝2 000 万，N_T＝2 000 万，N_{BT}＝ 3 000 万，则 B 与 T 的（V_{BT}）股票市值分别为 5 330 万英镑与 2 670 万英镑。B 的收益＝1 330 万英镑并且 T 的收益＝ 670 万英镑。

这将使我们回想起第九章：具有高市盈率的公司是由于预

期收益的高增长，或者是低风险，或者是高收益与低风险并存而获得很高的估值。股市所采用的预测市盈率可以测定 BT 的市值。按照 15 的市盈率，BT 的市值为 6 000 万英镑，相当于 B 与 T 收购前市值的总和。这使人联想到，收购不会为股东创造增加值。它只具有中性价值的创造作用。

按照 10 的市盈率，与收购前 T 公司的市盈率一样，BT 的市值将为 4 000 万英镑，其含义是收购使实际市值中的 2 000万英镑化为乌有。B 与 T 的合并导致了负面增效作用。另一方面，使用 20 的市盈率，相当于 B 公司收购前的水平，BT 的市值将达到 8 000 万英镑。来自收购的增加值为 2 000 万英镑。显而易见，这种增加值来源于 T 公司收益按照 20 的市盈率资本化。

(1) 补价

靠收购公司采用比目标公司收益更高的市盈率增加股东价值的现象，被认为是补价（Boot strapping)。补价是以收购公司虔诚的希望、或者是以市场的非效率、或者是以对市场增效作用的期望为基础的吗？除非股市被确信是收购战略价值创造的逻辑必然，否则 20 的市盈率是不可能被采用的。我们在第三章中曾经讨论过这种逻辑必然的评价。按照 20 的资本化是什么意思？其含义是，市场预期收购后目标公司收益的增长将与收购公司相配合：即在收购前期，收益将会快速地翻倍。如果不能达到这种高速增长，补价将是短暂的稀释，同时 BT 的市值将要下降。

(2) 收购公司与目标公司之间分享收购收益

兑换率决定，将怎样在 B 与 T 股东之间按照任一的市盈

率分享总增加值。从表 11－4 中我们可以看到，对于任一给定的市盈率，收购公司可以通过选择一个适当的最大化的兑换率来避免亏损。与此类似，T 也可以通过谈判争取一个最小的兑换率来避免亏损。例如，如果兑换率是 1.5，用 20 的市盈率，B 将亏损。按照 15 的市盈率，用高于 0.5 的兑换率，B 仍会亏损。另一方面，当市盈率为 10 与兑换率为 0.5 时，T 会亏损。

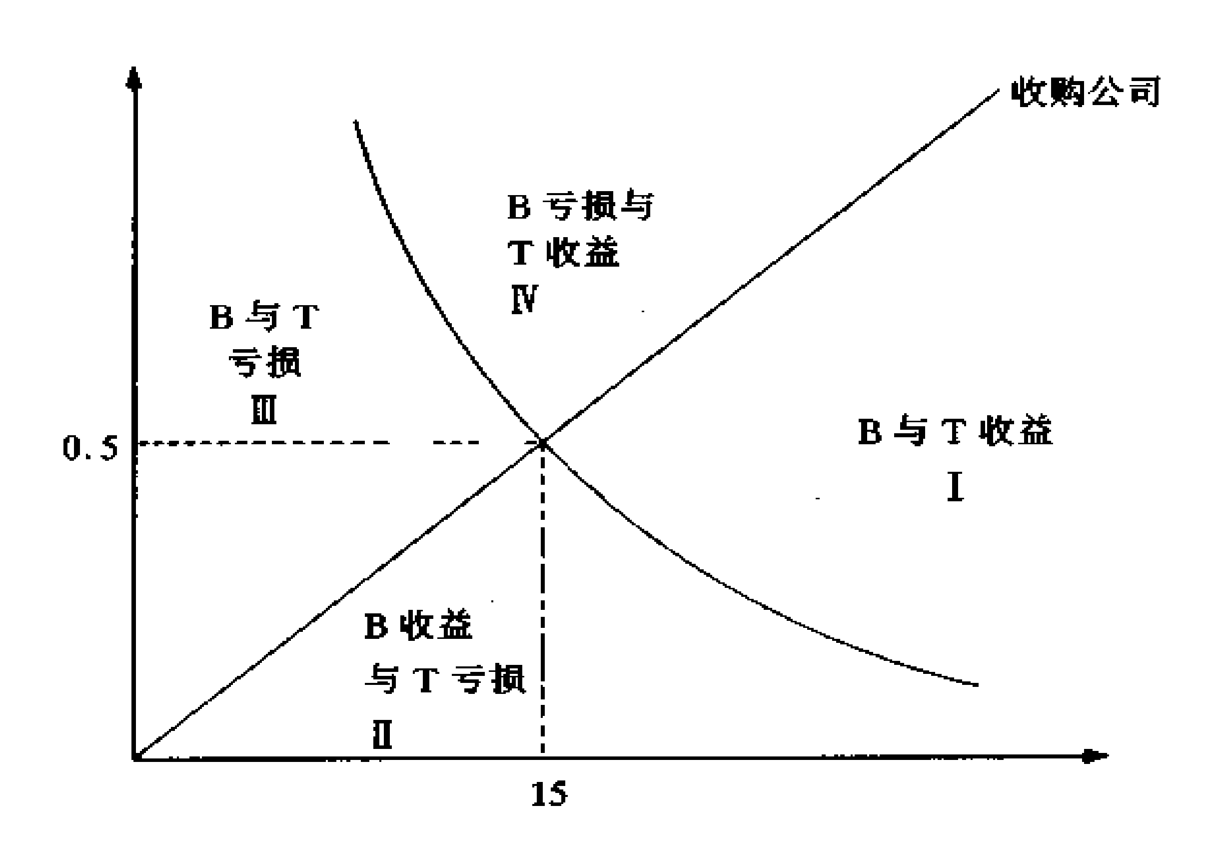
PER＝15 并且 ER＝0.5 的案例是很有趣的，这是因为无论是 B 还是 T 都没有亏损。15 是 B 与 T 市盈率的平均值。0.5的兑换率是 T 的股票价值兑 B 的股票价值的比率。因而，为了防止来自收购的价值损失，当收购公司的期待没有增效作用时，这就不能提出比目标公司兑收购公司的股票价格简单比率更高的兑换率。这就意味着没有收购溢价支付给目标公司。只有当收购产生出增效作用时，并且只有当这种增效作用可靠地折算为比收购前市盈率平均值更高的市盈率时，收购公司才会认为收购溢价是合理的。

在图 11－1 中我们可以看到，由拉森与高奈德思（Larson and Gonedes，1969 年）推衍出的预期收购后的市盈率和收购公司兑换率选择的各种组合。“收购公司”的直线表示最大化的兑换率，它是收购公司在给定的预测市盈率下可以承受的。“目标公司”线则表示以不在收购中受损为条件目标公司股东可接受的最低兑换率。

(3) 估价风险与支付手段

在处理支付手段中，目标公司与收购公司有着不同和相反的激励机制。如果 B 发现它很难对目标公司进行估价、而且

是用现金收购，收购后发现 T 公司内部有一些“家丑”，如费伦提（Ferranti）公司所进行的收购那样（见案例研究 7－8），那么全部亏损都由 B 公司股东承担。如果 B 公司用换股收购，T 公司股东将继续分担亏损。因此，估价下跌风险可由股票兑换调节。



资料来源：拉森与高奈德思（1969 年）

图 11－1　市盈率和兑换率目标公司与收购公司股东的资产收益的影响

另一方面，如果 B 公司确信收购后的市盈率将达到 20，在用 0.5 兑换率的股票兑换中，T 将以 670 万英镑收益而告终。如果 B 公司只是用所提到的 400 万英镑的收购溢价做出现金收购，那么将会拨出额外的价值给其股东。因而，如果 B

公司预期收购后有滚动上升的看长时机，那么它就具有现金收购的激励机制。

T公司的股东们也具有相对立的激励机制。他们也面临着估价风险，即B公司已经估价过高，或者是B公司将搞乱收购。如果是这样的话，他们将选择现金以避免价格下跌风险。但是，如果他们接受了股票兑换并继续保持享受这种看长时机，那么他们决不会放弃其喜欢的潜在涨价。于是就会出现相当反常的情况，即当B公司愿以股票换购时，T公司却要现金；或者正好相反，B公司愿以现金收购时，T公司却愿意要股票。

估价风险来自于经济学家所说的信息不对称：各方都认为对方了解的情况更多。缓解这种互不信任问题的一种方式是，B公司要更慷慨地使用兑换率。如同我们所见到的那样，这会导致显而易见的收益稀释，甚至可能导致B公司的股东们的价值损失。如同在案例研究11－3举例说明的那样，其原因是，换股收购经常会出现收购公司的股价下跌。

案例研究11－3　在换股收购上收购公司的股价下跌

1992年7月，T·考威（T. Cowie）公司对一家汽车业的同行—汉莱斯（Henlys）公司做出了敌意的收购。最初1兑2的换股收购最后修改为7兑10。也附加了可供选择的1考威公司股加上40便士现金兑2汉莱斯公司股的收购。收购失败了，然而在整个收购期间，考威公司的股价下跌了，因此也降低了对汉莱斯公司股东的收购报价。一些汉莱斯公司的股东说，“一大笔现金要素将更具有说服力”。当时收购失败了，考

威公司的股票陷入了跌势。

资料来源：《金融时报》，1992年8月28日。

5．对现金收购进行融资

这使我们回想起，当收购是在《城市守则》第9条或第11条规定的范围内时，对目标公司股东必须采用现金收购或者附加现金选择（见第六章）。一个收购公司做出的现金收购，用来自以下一种或更多的财源可对之进行融资：

●内部营运现金流量。

●收购前的认股权证发行。

●现金性证券包销收购，例如卖方公司发行股票或发行认股权证。

●收购前债券发行。

●银行信贷。

收购前发行债券或使用银行信贷会导致杠杆收购（LBO）。最近几年这两种融资方式已经被用于为管理层收购（MBO：manegement buyout）融资（见十五章）。收购公司的内部营运现金流量大概是最便宜和最容易得到的财源，因为它可以避免新增融资与推迟新增融资两方面的交易成本。但是，除了相当小的收购目标之外，收购公司一般不愿使用充足的内部现金流量。

具备精心安排收购程序的公司经常会采用常规的认股权证的发行。当谢菲尔德绝缘材料（Sheffield Insulation）公司以协

议的 5300 万英镑去收购 WMS 集团（WMS Group）公司时，4 700万英镑的现金支付是由认股权证发行筹集的（《收购月刊》，1993 年 12 月）。现金证券包销收购与认股权证发行有几分类似，但是，它可能更加灵活，因为证券包销可能会创造出收购成功的条件。

《城市守则》允许在英国股票换购中采用证券包销现金选择以提前结束收购。正常情况下，关闭是在第一个截止日：即 21 日（见第六章）。由于证券包销费用涉及到证券包销承付款持续发放的时期，因此，证券包销收购可能比认股权证发行更便宜。此外，一些“核心”的证券包销商也要支付有关成功的承诺费，这会进一步降低现金证券包销选择的成本（《收购月刊》，1987 年 10 月）。

现金证券包销收购的另一个优点是，提前中止会增加对接受收购的目标公司股东的压力，因而会增加成功收购的机会。此外，由于具有对潜在资本收益税义务不同暴露的股东们可能选择现金收购或者是证券收购，以便使其纳税义务减到最少程度，所以从目标公司股东的前景来看，这种现金证券包销收购具有更多的减税功效。根据第十章中的观察，现金证券包销收购也允许使用兼并会计，而认股权证发行却不行。此外，现金证券包销收购是作为股市的一个标志，这种收购是由金融机构资助的。

杠杆现金融资

来自融资中的一个最重要的考虑就是收购公司偿还债务的能力：即定期利息支付与资本再支付的能力。为此目的，收购公司可能依赖两种可选择的财源：

●营运现金流量。

●变卖目标公司资产的现金收入。

为评价企业的偿债能力，必须仔细预测来自在收购公司管理下的目标公司的未来营运现金流量。在收购公司预期对目标公司进行资产拆卖，以便尽快变现成现金流量去支付债务的情况下，必须认真考虑《1985年公司法》所规定的条款（第151项）：禁止公众公司出资盘购自己的股票。在目标公司成为全资子公司的情况下，这种禁止可能不起作用。在目标公司是受制于一定条件的民营公司的情况下，目标公司的资产可能会用于对收购的融资〔斯戴德曼（Stedman），1993年：第22章〕。

收购公司非常关注由融资方式导致的较高财务传动比率。许多高杠杆收购会引起收购公司的股价下跌和倒闭。杠杆具有一种吸引力，这就是有关利息的支付可以减免税，因此，可以增加未来的每股收益。杠杆收购完全比得上股票换购或通过发行认股权证融资的现金收购。杠杆收购会在十五章中进行更详细的讨论。

6. 用债券融资

债券与杠杆现金收购的不同之处在于，它是收购的支付，并且是对目标公司股东的收购。目标公司的股东可以用他们的股票与收购公司的债券进行互换。如同上面已提到的那样，这种债券可以设计成资格性公司债券，比股票收购来说，它具有一定的税收上的不足。然而，可以获得一定的资本收益税（CGT）的递延。此外，直接债券的交易成本比杠杆现金收购

要低。

对于目标公司股东来说，债券可以减少信息不对称的问题，这是由于同现金收购一样他们要确定在股票赎回上的最后总数。对于某些目标公司的股东来说，接受债券可能意味着不想改变他们对权益证券的组合比重。此外，债券的接受意味着对公司控制权的损失。

用可转换证券融资

在收购融资中使用可转换证券没有像直接债券那样具有普遍性。可转换证券可能是可转换优先股（CPS：Convertible preferred stock）或者是可转换债券（CLS：Convertible loan stock)。它们表示两种基础证券的组合——直接优先股或直接债券，并且表示公司股票上的选择权。可转换证券的估价相当复杂，可以使用数学模型进行估价，例如布拉克－斯考莱思(Black－Scholes）期权定价模型。案例研究 11－4 显示，在 1986 年英国一宗最大的收购中使用了可转换证券。根据英国的税法，可转换证券不是资格性公司债券。因此，目标公司的股东可以“展期”他们的资本收益并且避免即时的资本收益税。

案例研究 11－4　可转换证券对帝国公司的一场战斗

汉森信托（Hanson Trust）公司与联合饼干（UB：United Biscuits）公司卷入了收购帝国集团公司（Imp：Imperial Group）的一场激烈的战斗。1986 年 2 月 17 日，汉森信托公司用 23.2 亿英镑引发了敌意的收购，随即联合饼干公司用修正的 25.6 亿英镑的收购要约使其抢占了有利地位。双方的收

购中都包括了可转换证券：

●汉森信托公司的收购：对于每股帝国集团公司的股票来说，可交换1股汉森信托公司股票加上153便士现金；或者是1股加上153便士票面利率10%的新可换股债券（CLS）；或者是1股加上153便士票面利率12%的贷款票据或者293便士的证券包销现金选择。混合的证券收购的每股总面值为301便士。

●联合饼干公司的收购：5股普通股加上5股可转换优先股证券（CPS），再加上275便士现金兑每6股帝国集团公司的股票。可转换优先股证券是以每1股可转换证券有100便士的现金选择为基础的。联合饼干公司收购的每股总面值为332便士。

资料来源：蒂姆森与马什（Dimsón and Marsh，1988年：第2章171页）。

7. 递延支付融资

如同较早讨论的那样，在商议收购价格与支付手段中，收购公司与目标公司的股东双方都面临着估价风险。减轻这一风险的一种方式是向卖方公司做出可支付的支付，这要依照目标公司在收购管理之下的未来业绩而定。在80年代，这种被称为“收益性支付”（earn－out）的方式多用于对许多民营公司包括像广告机构之类的服务业公司的交易融资上。在这类公司中，公司的估价通常依赖于个人创造力的无形资产和一两个人的鉴别力。因此，估价这类公司是非常困难的。

根据收益性支付，要对卖方公司做出以下的支付：

●收购公司以现金或股票的即时支付。

●依照目标公司转变为子公司取得一定的预计业绩水平而定的递延支付。

业绩水平可能表现在销售收入或税前利润上。

典型的收益性支付收购的结构如下：B公司按照收益性支付交易的方式，收购了一家同行的电视节目制作商——C公司的股票。C公司1995年的税前利润为150万英镑。B公司估计C公司未来的税前利润1996年将达到250万英镑、1997年为300万英镑、1998年为350万英镑。B将做出1 000万英镑的初次支付，并且在1998年底做出受益实现的现金支付。收益性支付的计算公式是，从1996年到1998年超过税前利润200万英镑部分的两倍。最大的收益性支付的付款额将为600万英镑。总计支付如下：

初次支付	1 000万英镑
收益性支付时限	3年
最大收益性支付的付款	现金600万英镑
总计支付	1 600万英镑

在案例研究11－5中描述了最近的一例收益性支付交易。

收益性支付的要素可能以股票或贷款票据和现金的方式来支付。在英国制度下，考虑到递延因素，卖方公司的纳税状况有点复杂。税法要在可查明与不可查明的可能支付之间做出决策。如果在收购的时候，支付的金额是固定的和明了的，那么那些支付的金额就立刻具有交纳资本收益税（CGT）的义务。

案例研究 11－5 萨之公司选择收益性支付

萨之（Sage）公司是一家会计软件公司。1994 年 7 月，当时它收购了多软财务系统（Multisoft Financial Systems）公司，这是一家会计与商务软件的主要供应商，该公司开发了新型的客户与服务者网络的软件，这些软件已推荐到了一些大公司。这一收购增强了萨之公司的市场地位和产品的经营组合。萨之公司当即支付给卖方公司 400 万英镑的现金，并且商定到 1995 年 9 月根据多软公司的销售额业绩再做出附加的支付。最大的收益性支付的付款额商定为 250 万英镑。

资料来源：《金融时报》，1994 年 7 月 15 日。

如果支付要依照未来的收益水平而定，这是难以查明的。在这一案例中，接受那种支付（被称为在活动中的选择）的权利被看待为资产，那种权利的价值包括在股票支付的部分，并且因此会马上承担资本收益税的义务。在收益性支付的付款额是用收购公司股票支付的情况下，接受这些股票的权利被视为：好像股票已被接受，所提供的这种交易具有商务上的正当理由。在这一活动中，卖方公司可能以《国内税收》认可的方式要求对任何自然增长的资本收益实行展期减免税。

收益性支付并非没有问题。从所有权和管理权独立的公司转变成在大公司的控制下经营的子公司，这种文化冲突可能具有相当大的伤害性。对于买方公司来说，收益性支付是保留卖方公司技能的一种方式。但是，卖方公司可能缺乏动力，或者试图增大短期利润导致损害买方公司长期利益。在表 11－5 中，给出了收益性支付的某些优点和缺点。

表 11－5　收益性支付的某些优点和缺点

优　　点	缺　　点
(a)对于收购公司	
保留卖方公司的技能	卖方公司与买方公司在动机上的矛盾
减少估价风险	拖延赋予卖方的自主权与买方的目标计划
“现买后付”减少了融资需求	卖方公司获利后会缺乏动力
对担保与索赔提供套期保值	收益性支付后产生的问题影响管理的功效
(b)对于卖方公司	
增加个人财产	失去管理权
就业机会增多	受制于短期效益的压力
买方会对未来业务的增长提供资金	在一家“官僚化”的大公司中工作的文化冲突

收益性支付协议必须认真研究如何计算利润，以避免解释问题。卖方公司也会关注，当应付给收益性支付的付款时，买方公司可能无力支付。所以卖方公司将要求一定的保证金，以保证支付。虽然有这些问题，但是在英国的一项对收益性支付的调查发现，收购公司与卖方公司大多数是对此满意的。哈赛(Hussey，1990 年）调查了 27 家收购公司与 33 家卖方公司。他发现 87％的收购公司认为其收益性支付交易获得了极大或高度的成功。虽然大多数卖方公司认为个人财产收益是重要的，但他们也认为，职务需求与职位称心也是重要的动力因素。

8. 支付方式影响的经验性证据

富兰克斯等人（Franks *et al*. 1988 年）在对 1955～1985 年期间英国与美国的支付方式及其对股东收益影响进行广泛地研究中，报告了英国的可转换证券的使用是微不足道的，但是在美国却广泛地使用着。他们发现，在收购要约公布的那个月中，目标公司的股东获得了全部现金收购的 30% 与全部股票收购的 15% 的风险调整收益（见十三章的有关方法）。对于收购公司股东来说，其风险调整收益预期为 0．7% 与 -1．1%。在同一个月中，“现金或股权”的收益要接近于完全现金的收购，对于“现金与股权”收购来说，其收益要高于纯粹的股权收购。

萨拉密（Salami，1994 年）发现，在 1980～1990 年期间，在超过 500 个英国收购的实例中都具有类似的最终结果，如同对于目标公司的图 11－2 所见的那样。对于收购公司来说，尽管在混合的收购中合并了权益与现金，但是现金与权益收购只形成少量反常的收益，收购公司股东获得的只是负收益。股东收益中的现金收购的有关优势在其它国家中也可以看到〔见富兰克斯等人，1988 年，“关于美国”；埃克勃与兰格尔（Eckbo and Langohr），1989 年，“关于法国”〕。许多其它的美国与英国的研究都广泛地报告了现金与权益收购具有类似的结果。

9. 小　结

这一章考察了对收购融资的可选择的方式。在历史上，尽管当股市上涨时会转变为换股收购，但现金通常是最流行的方式。债券的使用并不是很流行的。支付手段的选择依赖于各种支付，其中包括纳税的影响、对收益稀释的关注、财务风险的影响等。递延支付作为克服与现金或股票收购有关的一些问题的方式，已经进行了讨论，其自身的缺点已被着重指出。支付手段通常对争夺收购要约的结果有着重大的影响。目标公司作为其防御策略的一部分而批评对方支付的方式。在下一章中，我们要讨论这些防御策略及其它问题。

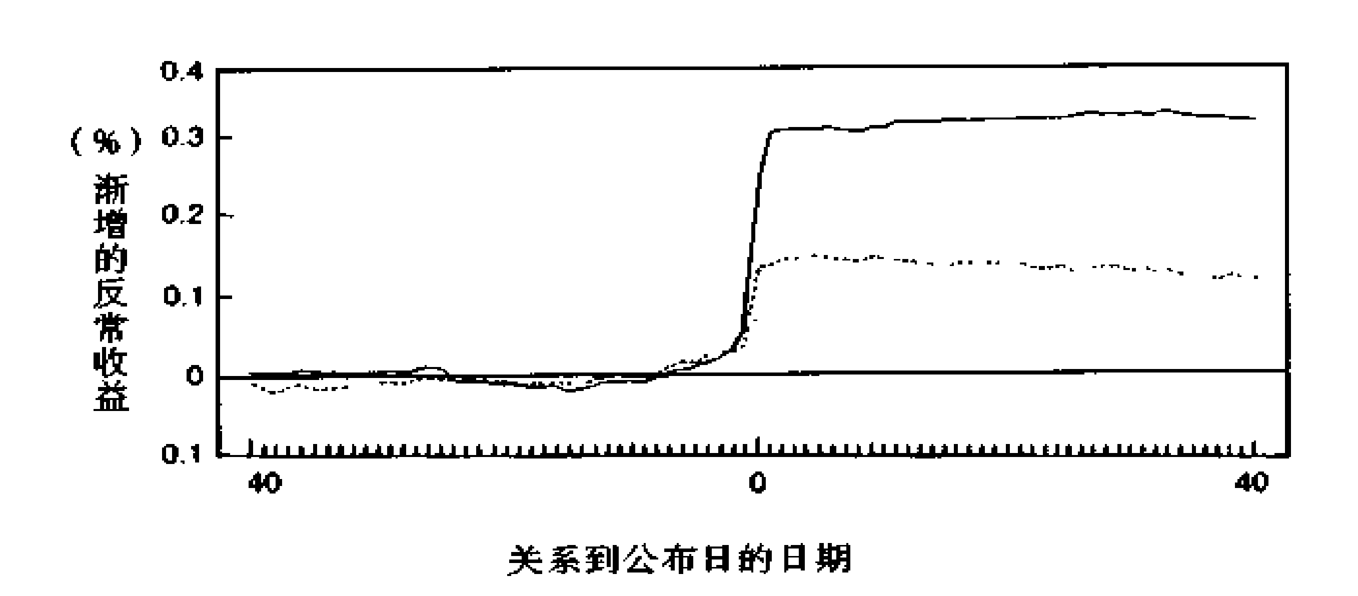


图 11－2　支付方式对目标公司的渐增的反常收益

参考文献

[1] Dimson, E., and P. Marsh (1988) *Cases in Corporate Finance*, John Wiley.

[2] Eckbo, E., and H. Langohr (1989) 'Information disclosure, method of payment and takeover premiums', *Journal of Financial Economics*, 24, 363 – 403.

[3] Franks, J., R. Harris and C. Mayer (1988) 'Means of payment in takeovers: results for the UK and the United States', in A. J. Auerbach (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and consequences*, University of Chicago Press.

[4] Hussey, R. (1990) 'Maintaining the honeymoon time' and 'Problems and Priorities when you look after baby', *Accountancy Age*, 1 *and* 8 March.

[5] Larson, K. D., and N. J. Gonedes (1969) 'Business combination: an exchange ratio determination model', *Accounting Review*, October, 720 – 8.

[6] Salami, A. (1994) 'Determinants and financial consequences of the method of payment in corporate acquisitions', unpublished Ph. D. thesis, City University Business School, London.

[7] Stedman, G. (1993) *Takeovers*, Longman.

十二、反收购防御

在第八章中，我们描述了收购公司展开争得目标公司控制权的各种战略与策略。在这一章中，我们要讨论目标公司的管理层会怎样对此进行反击。当目标公司经理们决定要抵制对其公司的收购时，成功抵制的机会依赖于有效的防御、法规的制约、法规运用中对股东的限制、还有使用这些手段的成本。在英国，《城市守则》对目标公司股东选择防御战略与策略有着非常严格的限制。尽管有这些限制，目标公司的管理层会采用各种战略和策略，并且有些战略和策略也会非常有效。我们会讨论这些战略的范围。

在英国采用的这些防御战略可以与其它国家的类似情况的有效性进行比较。我们记载了这些国家中的一些实例。我们也报告了关于防御战略实用性与有效性方面的通用的经验性例证。我们提供了有关抵制收购对目标公司股东财产状况的影响的例证。

1．抵制收购的动机

成为收购目标公司的经理层必须决定是否以友好的方式接受收购或者抵制收购。无论是哪种反应过程都有着各种动机。经理层可能虔诚地相信，保持独立性的最佳方式是保留其股东

及其他人员（如雇员与当地居民）的利益。经理们可能认为，抵制是为了股东们的利益从收购公司那里争得最大化的收购溢价的一种策略上的姿态。当收购发生时，经理层可能会在私心驱动下进行抵制，因为他们担心失去其职务、地位、权力、威信和其它与其职务有关的物质特权。有关收购后管理层在目标公司中地位逆转的例证表明，这种担心并不完全是杞人忧天。

经理层可能再次接受收购要约，这是由于收购公司会保证他们在收购后的分配中获得更好的待遇。目标公司的管理层可能被获准有一种可接受的自主地位。他们可能被允许保留其权力与额外利益。由于他们在已成为大势所趋的收购中表现出的顺从，并且在向目标公司股东推荐收购中表现出的忠诚而获得奖励，他们甚至可能被提升到母公司的董事会。经理层可能无私地认为，被给予优惠条件的收购公司收购是适于目标公司最好的选择。事实上，从无利益驱动的动机中分清是否有私心杂念是很困难的。

根据目标公司股东的观点，对收购的抵制可能是各种意见的综合。虽然抵制能导致收购的溢价与收益，但它也会减少敌意收购成功的机会。因而对于目标公司的股东来说，在收购的溢价增大没有危及成功收购机会的情况下，最理想的方针是向坚决抵制的目标公司经理层提供足够的激励机制。设计诸如“金降落伞”（golden parachute）之类的策略，可以取得某种最理想的效果。

2．反收购防御战略

最好的防御就是充分准备。保持经常的警惕性实际上是一个有可能被收购的目标公司进行独立的定价。然而，最佳策划的战略防御计划可能会失败，即将成为目标的公司需要实战的策略计划。因此一个计划可以把防御战略分成收购要约前与收购要约后两种类型。每种防御战略都包含有各种类型的武器。

(1) 收购要约前的防御

由潜在被收购目标设立的收购要约前的防御可分成为两个主要的类型。内部防御是改变目标公司内部结构或经营性质的一些决策或行动。外部防御是采取行动改变外界对公司的看法，并且尽早提供对潜在收购攻击者的预警信号。在表 12－1 中列出了各种类型的防御。

如果敌意收购是受建立股东价值的愿望所驱动，那么目标公司最有效的防御是确保其经营性成本和战略交易成本的效益，提高利润率与提高每股收益。仅靠其自身可能不足以增加公司的市值。

目标公司必须制定培养股东、分析师和中介人的统一的计划，即其政策是真正的增值。在目标公司由于经济周期或进行重组而经历挫折的情况下，它必须对分析师和投资机构做出一个可靠的实例，以证明挫折实际上只是暂时的。在第七章中，我们已讨论过与此有关的对投资者关系顾问的利用。目标公司需要对反常的股价波动和或股票盘购保持密切的关注，要观察是否有潜在的收购攻击者正在建立初步的地位。正如我们在第

表 12－1　在收购要约之前的反敌意收购防御战略

行　　动	效　　果
(a) 内部防御	
提高经营效益并且减少成本。	提高了每股收益，较高的股价与公司的市值。
以重组、分拆等方式促进战略集中。	提高了每股收益与较高的公司市值。收购公司很难进行资产剥离。
改变所有制结构，例如，双重等级股票、高财务传动作用、股票回购、毒药丸子。	收购公司很难进行控制。杠杆收购（LBO）的范围受到限制。
改变管理结构或激励机制，例如，颠覆董事会、金降落伞。	推迟了收购攻击者的控制并且提高了收购的成本。
培养组织上的支持者，例如，工会与职工。	利用联盟抵制收购公司；来自养老金或职工入股计划的股票支持。
(b) 外部防御	
与股东和投资者交往，例如，利用投资者关系顾问去宣讲公司的业绩、前景与政策。	保证关键性的股东在收购期间的忠诚与支持。
向分析家宣讲公司战略、融资政策和投资计划。	减少股票计价过低风险并且增加收购成本。
为改善社会形象而承担社会责任。	公众对收购攻击者敌意的愤慨。
进行战略防御投资，例如，合资经营或目标伙伴公司之间的相互持股。	收购攻击者的控制受到限制。
对反常股票盘购的股票登记进行监控；强制揭露收购公司的身份。	对可能的收购攻击者尽早地发出预警信号。

资料来源：萨德沙纳姆 1991 年。

六章所描述的那样，《1985年公司法》第212条能够使目标公司从名义收购者背后找出真正的收购者。

表12-1中所列出的一些防御行动并不适用于所有国家。例如，在英国，伦敦股票交易所不允许具有双重等级股票（即具有不同的投票权）的公司上市，尽管如此，但仍有少量的老上市公司具有这种股票结构。在80年代，佛特斯信用社（THF：Trust House Forte's）对一家著名的饭店公司—萨沃伊公司（Savoy）收购，但由于是双重等级股票结构而受到了限制。佛特斯信用社收购了68%的股权，但是在萨沃伊公司中只有42%的投票权。

"毒药丸子"（Poison pills）在美国相当普遍。"毒药丸子"起源于股东认股权证计划，这一计划授权目标公司股东按照一种很高的折价去认购目标公司的股票的认股权证（flip-in pill：中性反应的毒药丸子），或者是认购成功收购公司股票的认股权证（flip-over pill：烈性的毒药丸子）。这种有毒性协议的目的是增加收购的成本，这种类型的毒药丸子在英国是鲜为人知的，英国的这类情况通常意味着某种协议会增加潜在收购公司的成本。

在英国，颠覆董事会同样是罕见的，每年只有少数董事会会被更换。因而，在收购公司在成功地"按其自身想象"改造董事会之前，它可能必须等若干年。如果发生了公司收购，"金降落伞"是补偿管理层职位损失的一种合同。根据《城市守则》第21条，除了普通商务原因之外，这样的合同需要股东的准许。

只是在几年以前，职工入股计划（ESOPs：employee share

ownership plans）才传入到英国。职工入股计划是涉及职工利益信托的一种协议，它通过雇主的财务资助，要求雇主准备大量的股票或证券在随后配给职工。一些公司可实行职工入股计划，以便能看到股票掌握在相对友好的人手中。一旦发生了敌意性的收购，职工入股计划就会起到决定性的防御作用（雷德（Reid），1990年）。然而，根据英国的公司法，职工入股计划的使用如同“毒药丸子”一样是不允许的（卡内尔（Carnell），1990年）。在美国，职工入股计划在80年代广泛地应用在反收购防御中。

通过高杠杆的资本结构，可以用相对少的股权持有保持对公司的控制。由于收购后的资产转让对筹集现金去支付收购涉及的借款是具有强制性的，因此，对于现存债务可能的限制性保证条款来说，高财务传动作用可能会阻止使用高杠杆收购（LBO，见十一章）。因而，对于收购公司来说，财务工程未必是有利的。

由于公司股价有可能会增长，因而股票回购也会导致财务传动作用的增长，而且常常会导致较高的每股收益和每股净资产值。此外，股票回购也会减少可能落入收购攻击者手中的股票数量。根据《城市守则》第37条，收购要约期间的股票回购必须经过股东的准许。

（2）收购要约后的防御

在英国根据《城市守则》，在大多数情况下，收购期限定为自收购公司公布报价文件开始的60天，这就增加了目标公司反收购防御策略的紧迫性（见表6－2）。此外，《城市守则》第21条强调了目标公司的管理层要尽其义务，即采取任何反

收购的行动需经过其股东的准许，这些行动的规定很宽，其中包括：

●股票、或者期权、或者可转换股证券的发行。

●计价有形资产的转让与收购 — 正常情况下占目标公司资产的 10%。

●除了普通商务原因之外所签订的合同。

●收购突然开始或收购已经迫近时所协议的金降落伞。

如表 12－2 所显示的那样，尽管有上述强制性的规定，各种反收购策略在对抗收购中始终是有效的。除了《城市守则》第 21 条之外，《城市守则》的其它规则也涉及到目标公司的防御战略。《城市守则》第 19 条要求，向股东颁布的每个文件必须符合最高的准确度标准，而且必须适当地与公正地提供其中的信息。广告在大多数情况下必须通过收购兼并委员会（Panel）的批准，而且必须避免争议与抨击。

《城市守则》第 28 条要求严格认真地做好利润的预计，目标公司的顾问和会计师必须保证利润预计是非常准确地预测出来的。利润预计必须附带有报告会计对它的核准。收购兼并委员会要监测收购后的这些预计，要根据当时可以得到的全部信息，来判断是否对预计有任何预谋的歪曲（见案例研究 6－2）。与此类似，根据《城市守则》第 29 条，资产评估必须经一位独立的评估师所证实。在案例研究 12－1 中，描述了在英国针对一些敌意收购的各种防御战略的实际应用。

表 12－2　收购报价后的反敌意收购防御

防　御	性质与目的
第一次反击与优先认购证书	打击收购的理由与价格；劝告目标公司股东不要接受收购报价。
防御文件	提高自身的业绩与盈利前景；嘲弄收购要约的价格与理由，以及融资结构与收购者的业绩记录。
利润报告或利润预计	去年或今年利润改善的报告或预计使报价显得过低。
承诺更高的未来股利	增加股东们的收益；削弱收购攻击者对超额收益的允诺。
资产重估	对财产、无形资产和品牌重新估价；揭示收购要约对目标公司的估价过低。
股票支持竞价	寻求白衣骑士或白衣护卫；赢得自己职工养老金或职工入股计划的支持；试图反控制。
规章制度限制	游说反托拉斯法或管制当局去限制收购。
诉讼	强制实行反托拉斯法或强制披露名义股东。
收购与分拆	收购企业使目标公司更大或与收购公司不协调；出售“皇冠上的宝珠”；组织管理层收购；提高收购的成本并且打乱收购公司的战略。
工会或职工	游说反托拉斯法当局或政界要员以赢得支持，并且打击收购公司针对目标公司的计划。
客户或供货商	游说反托拉斯法当局以赢得支持，或通过显示与他们的关系将使得假如获胜的收购攻击者处于被告的危险境地。
转移注意力	在次要问题上攻击收购者。
广告	媒体运动使收购失去信用。

资料来源：萨德沙纳姆 1991 年。

3. 防御战略的作用

反敌意收购攻击者成功防御的机会比以往更多了。整个1983～1989年期间在争夺收购要约的238个实例中，英国上市公司大约占全部收购实例的24%，147家公司（占实例的62%）成功地保卫了自己。然而，仅有112家公司（占实例的47%）保持了独立性，另外35家公司落入了“白衣骑士”（White knight）的“怀抱”（萨德沙纳姆，1994年）。表12－3报告了根据上述实例统计的23种防御战略的使用频率。任何一种发明的应用都是对收购的抵御，如重定成本、设置障碍或提高收购公司的成本。

表12－3　英国反收购防御战略的使用频率

战　略	使用次数	频率（%）
贬低他人产品的广告	157	66
利润预计	106	45
增加股利分配	102	43
反托拉斯游说	79	33
友好的股东	62	26
利润报告	51	21
白衣骑士	46	19
分拆	40	17
按规则上诉	36	15
资产重估	32	13
有利消息	29	12
收购	29	12

续表

战　略	使用次数	频率（%）
大宗股票	23	10
转移注意力	22	9
政治游说	18	8
工会支持	16	7
优先认购证书	15	6
白衣护卫	13	6
诉讼	13	6
客户支持	12	5
广告支持	10	4
管理层变动	10	4
收购公司股东上诉	6	3

资料来源：(萨德沙纳姆，1994 年)。根据反收购的 238 个实例。

案例研究 12－1　收购报价后英国的反敌意收购防御战略

分析：1987 年在霍格·罗宾逊（HR：Hogg Robinson）公司抵御 TSB 公司收购中，HR 公司提出，将其保险和旅游业务机构分设。这种分设遭到了 TSB 公司的反对，但是却得到了目标公司股东们的支持。TSB 公司的收购失败了。

收购：1986 年在巴罗·海本（BH：Barrow Hepburn）公司抵御尤勒·卡托（YC：Yule Catto）公司的收购中，BH 公司宣布收购托尔·克埃廷公司（Tor Coating），并且发行股票将自有资本扩大 12%。YC 公司谴责这种收购，但这种收购赢得了 BH 公司股东的支持。YC 公司的收购宣告失败。

白衣护卫（WS：White squire）：1986 年在标准渣打银行（SCB）抵御劳埃德银行（Lloyds Bank）的收购中，标准渣打银行的一个香港业务的主导客户出面购买了标准渣打银行的战

略股份，劳埃德银行的收购失败了。

白衣骑士（WK）：1984年在马丁报刊经销（MN：Martin the Newsagent）公司抵御W. H. 史密斯（W · H · Smith）公司的收购中，盖恩尼斯（Guinness）公司充当一位成功的白衣骑士，收购了马丁报刊经销公司。

反托拉斯游说：1985年在阿瑟·贝尔公司（Arthur Bell）抵御盖恩尼斯公司（Guinness）的收购中，贝尔公司寻求垄断和兼并委员会（MMC）的仲裁，然而公平贸易局（FTO）没有授理此案，盖恩尼斯公司赢得了收购。

诉讼：1988年在联合金矿（CGF：Consolidated Goldfields）公司抵御米诺克（Minorco）公司的收购中，联合金矿公司上诉到美国法院，指控米诺克公司违反了联邦证券法与反托拉斯法。联合金矿公司的美国合伙人也对米诺克公司提出了反托拉斯法的诉讼，米诺克公司的收购被有效地扼杀了。

政治游说：1988年在伦特瑞(Rowntree)公司抵御一家瑞士巧克力公司即雀巢(Nestlé)公司的收购中，伦特瑞公司大肆游说英国下院议员们和部长们，以赢得垄断和兼并委员会(MMC)的仲裁，但是却未获成功，雀巢公司赢得了这一收购。

供货商：1986年在沃尔沃斯（Woolworth）公司抵御迪克逊（Dixons）公司的收购中，沃尔沃斯公司是高速公路的零售商，其中的业务包括糖果店，而迪克逊公司却是一家电气零售商。许多像卡德巴利（Cadbury）公司与伦特瑞（Rowntree）公司这样的糖果制造商，担心会失去其产品的销路，所以大家对迪克逊公司的收购群起而攻之。

转移注意力：1987年在狄公司（Dee Corporation）抵御巴

克与道布森（Barker & Dobson）公司的收购中，狄公司解除了与花旗银行的关系，因其参与了对收购公司杠杆的融资。

有利消息：1987年在英国原油（Britoil）公司抵御英国石油（British Petroleum）公司的收购中，英国原油公司宣布发现了新油田。

对这些防御战略有效性的统计测验表明，只有下列战略成功的防御做出了重大的积极贡献（萨德沙纳姆，1994年）：

● “白衣骑士”的介入。

●游说友好的股东。

●工会的支持。

●诉讼。

分拆对防御有着很大的负面作用。尽管广告的作用在统计上并不大，但是，广告也无助于目标公司实施其有效的防御。这就是说，在收购进行期间，由于广告过于粉饰与浮夸可能会导致缺乏信用。其余的战略，如利润预计或宣布增加股利分配，对敌意收购的结局毫无作用。

4. 防御的成本

可以预计，反敌意收购防御可能是一件开销很大的事情。目标公司在反敌意收购中会带来直接与间接两种成本。间接成本是专用于防御的管理时间与公司资源的价值或机会成本。直接成本是付给专业顾问的费用及其它成本。表12－4提供了对这些成本的估计，根据按照3 000万英镑对目标公司的典型收

购估值，这样的成本要占收购价值的1.6%。根据收购的比例，这些成本可能占小型收购的1.6%至2%（TOI服务公司，《收购月刊》，1994年1月）。专业性收购的成本改变了对防御复杂性的依赖。表12－4的下半部分提供了最近一些敌意收购直接成本的数据。对于10亿英镑或更多的巨额收购，其成本大约占1%。

表12－4 英国反敌意收购中的直接防御成本

(a)对于3 000万英镑收购目标的成本明细	(1 000英镑)
商业银行费用	320
股票经纪人费用	75
会计师费用	35
律师费用	35
公共关系费用	5
印刷费用	2
杂项费用	1
	473

(b)最近反敌意收购的直接防御成本

目标公司	收购公司	年度	出价（亿英镑）	成本（百万英镑）
普莱赛(Plessey)	通用电气(GEC)	1985	12	7.5
沃尔沃斯(Woolworth)	迪克逊(Dixons)	1986	15	18
皮精通(Pikington)	英国轮胎橡胶(BTR)	1986	12	9.7
狄公司(Dee Corporation)	巴克与道布森(Barker & Dobson)	1987	20	14.4
RHM	GFW	1988	17	10
曼德斯(Manders)	科龙(Kalon)	1992	1	1.9
海外业主(Owners Abroad)	旅游航空(Airtours)	1993	3	4.9

资料来源：TOI服务公司，《收购月刊》，1994年1月；以及公司帐户与发表的公告。

5. 英国以外的反收购防御

敌意收购在盎格鲁－撒克逊国家最为盛行。这些国家在各自的收购管制上是不同的（狄·摩特 （De Mott），1988 年）。因此，目标公司在敌意收购中实行的防御也是不同的。在欧洲大陆国家以及在日本，敌意收购非常罕见。缺少敌意收购的原因是文化与制度两方面的差异。在此，我们对在美国和一些欧洲大陆国家中的反收购防御提供一个简要的概述，使读者了解这些国家的不同特点。

(1) 美国的反收购防御

美国与英国之间在收购制度上有些类似，但也有很大的差异。在美国，股权收购要依照《威廉姆斯法案》 （WA: Williams Act）由证券交易委员会（SEC）管制。《威廉姆斯法案》强制规定了收购公司与目标公司的义务，当收购公司在目标公司中持股超过 5% 以上时，要求对盘购进行披露，防止秘密积累大量的股份。

《威廉姆斯法案》规定，当股权收购开始进行时，所要披露的信息应包括资金的来源以及收购的目的。股权收购必须持续公开 20 个交易日，如果报价条件改动或者是争夺兼并的报价，那么还要再延长 10 天。"最佳定价" 与 "所有持股者" 的规则要求，收购公司在报价期间要按照最佳定价的要约购买股票，而且这种收购要约必须向所有股东公布。除了根据自己的收购进行报价之外，《威廉姆斯法案》禁止收购公司根据要盘购的股票来操纵报价。《威廉姆斯法案》规定，任何涉及与股

权收购相关的内部交易也是非法的。

《威廉姆斯法案》也强制规定了目标公司的义务。它要求目标公司要在10天之内把对其股权收购的情况通知其股东。目标公司必须披露利益的冲突、“金降落伞”、推荐使用“金降落伞”的原因、顾问的身份以及他们的报偿条件。目标公司必须在实质上戒除使人误解的表述。

在美国，由于公司要按照州法合并，所以这些州法对反收购防御有着很大的影响。经过80年代的收购狂潮之后，许多州修改了它们的法律，以改变反收购者的实力平衡，并且有利于目标公司的管理层。在一些案例中，州法使得收购公司难以达到目的。这些州法可能允许目标公司使用一定的防御策略。此外，一些公司可能被准许拥有其特许的准备金（“驱鲨剂” Shark repellents），这种手段可以挫败或拖延敌意收购。

美国的一些州，如印地安那州歧视性的“毒药丸子”被认为是合法的，而且允许管理层在回击敌意收购中考虑非股东的利益。目标公司被给予采用防御措施的特许权，并且也要得到股东的准许，而其它州却不需要这样的准许。

拉巴克（Ruback，1988年）鉴定了许多美国目标公司管理层使用的收购报价前与收购报价后的防御。在表12－5中展示了这些防御策略。

超过多数的准许是说，要经过75%以上的股东准许，这使得兼并的实现变得非常困难。要求把公平定价扩大到给予所有的股东使收购比二级报价费用更多。在二级报价中，较早接受报价的人会接到较高的定价，后来接受收购的人会接到较低的定价。随着协定的停止，就是说，在绿票讹诈协定中，收购

持股的潜在的收购攻击者不能达成10年期限的收购要约。

表12-5 美国的收购报价前与收购报价后的防御

收购报价前	收购报价后
颠覆董事会	目标公司的回购(绿票讹诈：greenmail)
兼并要经过超过多数的准许	停止与潜在的收购攻击者达成协定
要求公平定价	诉讼
发行"毒药丸子"证券	资产重组
双重级别的再资本化	债务重组

资料来源：拉巴克（Ruback，1988年）

上述防御战略包含许多其它手段。资产重组包括资产搁置、出售“皇冠上的宝珠”（Crown jewels）以及“帕克曼防御”（Pacman defence)。债务重组包括用杠杆增加再资本化、职工入股计划（ESOPs）以及股票羁留。在资产羁留中，目标公司通过协定把一部分资产卖给友好的买主，这部分资产就是收购者可能会贪求那部分资产。在“帕克曼防御”中，目标公司对收购攻击者发动反击并进行反收购。股票羁留涉及到向友方发行股票，以便防止收购攻击者从控制股份中获利。

如果收购属于《1976年哈特-斯高特-罗狄诺反托拉斯促进法案》（Hart - Scott - Rodino Antitrust Act 1976，简称《HSR法案》）的管制范围，那么收购公司必须发布其兼并前的股权收购公告。《HSR法案》强制规定，收购公司在接收要约股票之前要等候30天的期限。按照《克莱顿法案》（Clayton Act）的第7款，抱有图谋的收购可能会以反托拉斯为理由，遭到联邦贸易委员会（FTC）或司法部的反对。目标公司

对违反第 7 款的收购可以要求获得阻止收购的禁令。

（2）欧洲大陆的反收购防御

在目标公司有效的反收购防御上，欧洲大陆国家与英国或者美国之间存在着很大的差异。总的来讲，由于目标公司可以部署有效防御的森严壁垒，使得敌意收购者更难获胜。这些差异来源于理念、文化与法规等因素。在一些股东利益支配其他股份持有者利益的情况下，盎格鲁－撒克逊的传统与欧洲大陆传统之间存在着鲜明的区别。

根据欧洲大陆的传统，这些股份持有者通常拥有同等的所有权。在许多欧洲大陆国家中，董事会有着对其公司的责任而不是对其股东的责任。对其公司的责任要求董事们在决策时要考虑到股东、雇员、客户以及当地社会的利益。董事长的责任体现在公司的章程与公司的业务两个方面上。例如，荷兰公司法反映出的理念是："权力的平衡不应过分地倾向于股东。权力的平衡也必须考虑到其他股份持有者包括雇员的利益"（皮特·沃罗普 （Peter Verloop）《收购月刊》，1991 年）。

库珀斯－莱布兰（Coopers & Lybland，1989 年）会计咨询公司在关于欧共体收购公司的障碍的报告中，把这样的障碍划分为结构障碍、技术障碍和文化障碍。这些障碍容易向管理层和所有权转移，因而它也是按照英国的基本观点定义的，根据这种观点，正如《城市守则》所涵盖的那样，股东是收购是非曲直的最终决定者。因此，"障碍"的词义通常表示限制或阻挠股东自由和权力的一种规则、协议和观念。

此后，我们在第十六章中会对这种障碍做出详细的考察，在这一章，我们强调了障碍作为抵制不受欢迎的收购的防御作

用。这些障碍包括法律与管制的作用、机构的协议以及文化观念。这些障碍的强度及其对收购者的阻碍程度从一个国家到另一个国家都是不同的。在不同的国家，雇员在面临被收购时被赋予不同的权利。在丹麦、德国、卢森堡与荷兰，雇员是监事会的代表，因此，他们具有决定是否接受收购的发言权。

在法国，雇员代表可以出席董事会的会议，但是并没有投票权。工会不对兼并发表咨询建议，但是可以在公司中出席雇主与雇员之间的会议，代表半数以上的雇员发表意见。职工理事会可以对收购发表咨询意见，但没有权力限制收购。在德国，这样的职工理事会有权决定工作条件以及受雇和解雇（富兰克斯与迈耶（Franks and Mayer），1990 年，第 206 页）。在所有欧洲大陆国家中，雇员都有着一些过分的权力。

一股一票（OSOV：one share one vote）不是所有国家都奉行的原则。无投票权股票的发行是很普遍的。在法国，上市公司可能限制以合同或以合作条款的方式转让股票。在法国，在特定时期持股的股东也可能被赋予双倍的投票权。在所有欧共体国家中，只有荷兰的管理层在发行具有限制投票权股票方面有着最大的自由。

荷兰公司可以发行优先股，这些优先股使持股者占有控制发行公司的重要地位。这些股票通常发行给机构，机构董事可能包括发行公司自身的管理董事或者监事董事。具有被限制融资但是有完全投票权的优先股可能被发行到信托机构，其主要目的是为公司及其业务的利益服务。无投票权的存股证（depository receipts）也会发行，它将融资权与投票权分开。管理机构掌握这些股票，行使这些投票权并发行存股证。无论是用

改变公司职位的方式，或者是通过赋予其优先股股东的投票权，都可以对董事做出有约束力任命。然而，普通股的股东被剥夺了任命其自己董事的能力〔卡比尔等人（Kabir *et al*.），1994 年〕。

卡比尔等人（Kabir *et al*.）在最近的关于由 177 家荷兰公司使用的防御战略的经验性研究发现，有 79 家公司发行了优先股，70 家公司发行了存股证，64 家公司做出了有约束力的任命，7 家公司限制投票权。只有 16 家公司坚持不用任何防御手段进行防卫。然而，最近阿姆斯特丹股票交易规则的改变，限定了这些上市公司可能采用的防御行动的范围与数量〔卡灵顿等人（Carrington *et al*）.，1994 年：第 6 章〕。

在像法国、德国与荷兰这样的国家中，管理层可以把投票权最高限定为从 5%到 15%。这种处理的原始意图是保护小股东的利益，防止持股量大的股东控制小股东，因而导致其对公司行使实际控制。然而，正如案例研究 12－2 中所显示的那样，这种对投票权的限定能力通常被用来抵挡敌意的收购。

案例研究 12－2　作为反收购防御的限定投票权

对德国费德穆勒·诺贝尔 （Feldmühle Nobel）公司的敌意收购

1988 年弗理克兄弟（Flick brothers）公司，即众所周知的米克与穆克（Mick and Muck）公司对费德穆勒·诺贝尔公司（FN：Feldmü hle Nobel）行使了 50%的股权收购。FN 公司是费德穆勒公司重组的产物，以 50 亿马克出售给德意志银行。德意志银行出售了费德穆勒公司的一部分投资业务，并弥补了

它已经支付过的价格。德意志银行以出售股票筹集资金将费德穆勒公司剩余的业务组建成一家新企业 FN 公司。德意志银行的代表成为费德穆勒公司监事会的主席。德意志银行特别希望保持该新建公司自身地位的独立性。因此，德意志银行劝告费德穆勒公司的管理层去追随德意志银行自身的模式，并限制投票权不得超过 5%。

法国 BSN 公司抵御敌意的股份集结

1992 年 BSN 公司受到了意大利阿格内理（Agnelli）公司的威胁，该公司掌握了 BSN 公司 5.8% 的股票，可能要进行敌意的收购。因此，BSN 公司打算把所有股东的投票权限定最大为 6%，或者是，如果这些股东有双倍的投票权，则限定最大为 12%。BSN 公司论证说，这种限定是必需的，它可以抵御某一投资者通过收购小股份对公司施加不成比例的影响的威胁。

资料来源：《金融时报》，1988 年 6 月 21 日，以及 1992 年 6 月 25 日。

荷兰的大型或“塔型结构”公司被要求拥有掌握着极大权力的监事会，这种监事会可以解雇管理董事、批准年度帐户以及否决某些重要的管理决策。监事会的监事拥有对股东的责任，但是公司的利益可能高于这种责任。结果，荷兰的上市公司比它们在大多数欧洲国家中的对手更有效地抵御敌意的收购公司。

在欧洲大陆国家，经理层也乐于进行高级的反收购防御。在德国，董事会的经理层由监事会任命，任职的固定期限为 5 年。在任职期间，这些经理仅可能被调动到相应的分支机构任

职。监事会成员的免职需经过股东 75%的投票认可。

在德国只有大约 600 家很小比例的上市公司在股票交易所挂牌交易，所以公司的管理结构起着非常重要的作用。银行作为借贷方、股权所有者和股票托管机构起着决定性的作用。股东通常把他们的股票存入银行，于是银行代表这些股东行使着代理投票权。尽管股东可以直接要求托管机构按照他们的愿望投票，但实际上代理投票是由银行按照自身利益优先决定。

虽然德国的银行只有不到 10%的投票权股票，但是它们以代理投票的合并持股可以起到决定性的作用。此外，德国的银行也拥有监事会的代表，有时作为监事会的主席。富兰克斯与迈耶（Franks and Mayer，1994 年）指出，德国银行的权力通过广泛的分散持股在公司中表现得特别强大，确切地说，对于那些拥有绝好的机会可以通过收买小股东而完成敌意收购的公司，德国银行可以行使其强大的权力。案例研究 12－3 说明了德国银行限制收购或准许收购的权力。

案例研究 12－3　银行在德国收购中的作用

●在对费德穆勒公司的收购中，德意志银行持有 8%的投票权，但是由于它拥有代理投票权，使得德意志银行能够挫败弗理克兄弟公司。

●在克虏伯（Krupp）公司对霍茨（Hoesch）公司的收购中，德意志银行担任霍茨公司监事会的主席，而且支持这一收购，即使它遭到了经理会领导层的反对。

●在皮莱利（Pirelli）公司对大陆（Continental）公司的收购中，德意志银行又一次担任皮莱利公司监事会的主席并拥有

大量代理股票的投票权。德意志银行反对这种收购，但是却支持两家公司之间的兼并谈判。当经理会的领导反对这种兼并时，德意志银行干脆撤了他的职。

资料来源：富兰克斯与迈耶（1994年）。

上述实例说明，反敌意收购的防御对于欧洲大陆的公司来说可能是难以对付的事情。德国公司和股东对敌意收购的抵触态度强化了这些防御。敌意收购的对抗性质对于更多是两相情愿的欧洲大陆的传统来说是声名狼藉的。德国公司尽量避免对其它国家的公司做出敌意收购这一事实反映了这一点。

6. 小　结

这一章阐述了英国目标公司管理层的各种有效的防御，并且提供了关于防御有效性的经验例证。根据实际的英国收购，我们举例说明了英国目标公司管理层部署的各种不同的防御战略。我们指出了反收购防御的直接交易成本。间接成本的信息无法准确得到，这就是说，花费在防御中的管理时间成本，以及由于这种变更而做出效率低下的管理决策成本难以准确计量。在美国和欧洲大陆国家，目标公司只能通过对比得到一些相对的信息。下一章提出，通过评价经验例证可以对收购进行评估。

参考文献

[1] Canell, D. (1990) 'ESOP: Opportunities knock', *Accountancy, February*, 105 – 7.

[2] Carrington, N., and B. Pessôa de Araújo (1994) *Acquiring Companies and Businesses in Europe*, Chancery Law Publishers.

[3] Coopers & Lybrand (1989) *Barriers to Takeovers in the European Community*, Department of Trade and Industry, HMSO, London.

[4] De Mott, D. A. (1988) 'Comparative dimensions of takeover regulation', in J. Coffee, L. Lowenstein and S. Rose – Ackerman (eds.), *Knights, Raiders and Targets*, Oxford University Press.

[5] Franks, J., and C. Mayer (1990) 'Takeovers', *Eonomic Policy*, April, 189 – 231.

[6] Franks, J., and C. Mayer (1994) 'The ownership and control of German corporations', working paper, London Business School.

[7] Herzel, L., and R. W. Shepro (1990) *Bidders and Targets: Mergers and acquisitions in the* US, Basil Blackwell.

[8] Kabir, R, D. Cantrijn and A. Jeunink (1994) 'Takeover defenses, ownership structure and stock returns: an empirical analysis with Dutch data', working paper, Tilburgh University.

[9] Reid, D. (1990) ESOPS: *Employee share ownership plans in the* UK, Butter – worths.

[10] Ruback, R. (1988) 'An overview of takeover defence economy', in A. Auerbach (ed.), *Mergers and Acquisitions*, Chicago University Press.

[11] Sudarsanam, P. S. (1991) 'Defensive strategies of target firms in

UK contested takeovers', *Managerial Finance*, 17, 6, 47 - 56.

[12] Sudarsanam, P. S. (1994) 'Less than lethal weapons: defence strategies in UK contested takeovers', *Acquisitions Monthly*, January, 30 - 2.

十三、评估收购的成功性

1985年6月3日，《国际商业周刊》封面上刊载了这样一个问题："兼并确实可行吗？"1988年4月21日，《金融周刊》封面上也宣称："敌意收购行不通"。该杂志紧跟着这一标题之后，在其1988年7月21日发行的杂志上，又登出了另一个标题："收购——狂热的收益。"这些夸大了的问题以及类似的宣传反映出一种普遍的观念，即兼并不会成功，以及兼并经常被非理性的冲动所驱使。这种基于精心收集证据得到的观点在多大程度上是正确的？谁是兼并与收购的胜利者和失败者？

收购与兼并的结果涉及到兼并公司所有股份持有者的切身利益。这些股份持有者包括股东、经理、职工、消费者以及广泛的社会公众。所有这些群体都会在不同程度上受到由兼并带来的变化的影响。在这一章，我们根据不同的观点评估了兼并的"成功性"。指出了做出这种评估的方法论问题，以及概括了根据一些主要经验性研究得到的结论。经验证据的调查并非完美无缺，有兴趣的读者可根据建议的参考读物进一步进行这项研究。

1．成功的定义

兼并涉及到即将合在一起的两个公司——收购公司与被收

购公司。每个公司中都有一定范围的股份持有者，包括股东、经理、职工、消费者与大众。像英国的公平贸易局（OFT）与垄断和兼并委员会（MMC），以及按照罗马条约或兼并管制条例行事的欧洲委员会（见第五章）这样的反垄断权威机构是消费者与大众利益的保护者，并由他们对兼并与收购进行管制。垄断和兼并委员会的简介体现了它的作用，这就是不允许从事违背公众利益的兼并。

在这一章，我们涉及到根据股东、经理与职工的观点评估兼并的成功性。正如我们所见到的那样，这3个群体的利益并不总是一致的。一个群体可能靠损害其他群体而获利。例如，一次收购可能导致股东收益的提高，但会使经理失业。这种冲突经常促使经理阻挠收购要约（见十二章）。同样，收购常见的动机是效率上的考虑以及两个公司所涉及的经营上的联系，其后果是，劳动力过剩或养老金权利的丧失。我们依次看一下这些群体。

2．收购与股东

按照现代财务理论，经理的决策的目的是增加股东的财产。收购如何经得起这一检验呢？如果我们可以看到股东的境况较好，即收购后股东股票的价值增加了，于是这种检验是令人满意的。尽管概念上简单，但在实际中这种检验会产生许多问题。

首先，我们需要一个被必然判定的增值基准。其次，需要确定评估财产增加的时间范围。使用现金收购时，由于目标公

司股东接受了现金并因此“冻结”了他们的收益，所以不涉及这些问题。使用股票兑换时，收购时的有吸引力的交易可能转变成为一种灾难。对于收购公司的股东来说，无论使用哪种支付方式，重要是看长期效果。

研究者们试图解决这种基准问题，但是没有完全成功。这是由于缺乏明确的与公认的衡量标准。对时间范围来说，我们需要看一下收购当时和收购若干年后两个时期股东财产的变化过程。由于长期不恰当的使用基准，使得问题更加复杂化，对于长期业绩计量来说，这种基准问题变得更加严峻起来。

(1) 计量股东财产的变化

计量股东财产变化的通用方法是所谓的反常收益法（abnormal returns methodology），这种方法是，用在收购公告宣布的那段时期内收购公司和目标公司双方股东的收益，与不受“事件”影响的那段时期的“正常”收益进行比较。这个“事件”在这里是指收购公告，但它也可能是其他活动，例如分拆、认股证发行或股利支付等。因此，这类计量技术被称为“事件研究”方法。用于观察事件发生的时期被称为事件期或者“事件窗”。

由于发生了收购事件，因此，反常收益（AR）为：

$$AR = R - E(R) \qquad (1)$$

这里 R 是事件期间内所计量的实际收益，E（R）是未发生这种事件时期的预期基准收益。计量 R 是很简单的事情，要求计算事件时期内的股价变化与股利的支付。估算 E（R）要复杂得多。

根据有关研究资料，E（R）是按照“估算期”，使用股价

与股利数据估算出来的，估算期假定为没有受到事件的影响，以便可以设定一个公正的基准。例如，假如今天宣布收购，可以说，根据收购之前的头两个月为终点的前一年或前两年的有关数据可以估算出这种基准来。在使用月度数据的案例中，基准估算期通常是收购公告之前的若干月为终点的前5年。

(2) 估算基准收益

在有关文献资料中，一种最普遍使用的模型就是“市场模型”，它体现了个体股票收益与“市场”股票收益之间的一种关系：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \quad (2)$$

这里 R_{it} 与 $R\ mt$ 是在一定的时间 t 内（一天或一个月），按照公司 i 的股票收益以及按照基于交易的股票指数替代“市场”的收益，常用的股票指数主要有英国的金融时报全部股票指数（Financial Times All－Share Index）或者美国的标准普尔指数（S & P Index）。α 是截距，β 是一种系数，也被称为系统风险系数。e_{it} 是平均值大于0的随机错误。在适当的估算期内，通过运算 R_{it} 对 R_{mt} 的回归可以估算出模型的参数 α_i 与 β_i。于是，所估算出的参数可用于计算每一个公司 i 的正常收益 $E(R_i)$，以及如下的反常收益：

$$AR_{it} = R_{it} - E\ (R_i) \quad (3)$$

$$AR_{it} = R_{it} - \ \{\alpha_i + \beta_i R_{mt}\} \quad (4)$$

如果预期收购事件为 i 公司的股东创造了附加值，那么 AR 就是正值。如果收购的影响是中性的，则 AR 将为0。为

了检验收购事件是否发生了正收益，需要对一个收购实例进行统计验证。

大多数早期的文献资料都使用月度收益。由于现在每日股价数据比较容易得到，所以在近期的研究中，这些数据被用来计算正常与反常的收益。尽管我们使用每日数据可以比使用月度数据更为精确地测定收购事件，但是月度数据变化较小，因此使得参数估算比较稳定可靠。

使用市场模型也存在一些估算上的缺点，即降低了模型的可靠性。两个相互关联的缺点是较低价值（少量）的交易和样本公司与市场替代之间的数目差异。这些缺点导致了错误的基准，许多研究人员试图使用更为精确的程序减少这些问题。其它两种模型是被调整过的市场模型，它们在某种程度上避免了这些问题，其中之一是根据少量交易校正参数估算的市场模型，另一个是避免必需估算 α 与 β 的市场模型。后一种模型用市场收益 Rm 作为正常收益并且不用调整风险。收益计算方法进一步的变形是使用 CAPM 模型（见第九章）。

（3）股东收益的经验证据

我们分两个阶段表现这种证据：即短期业绩与长期业绩。首先表现的是英国的证据，然后是一些比较性的国际证据。表 13－1 表明了目标公司与收购公司在收购完成后的反常收益，这是根据基于市场模型的 4 项英国的研究报告而编制的。利马克（Limmack，1991 年）与萨德沙纳姆等人（1993 年）的研究结果使用的是少量交易市场模型。在利马克的模型中，收购期的范围是从收购公告月的月初到收购完成月的月末。富兰克斯与哈里斯（Franks and Harris，1989 年）也在研究报告中使

用了调整过的市场模型与 CAPM 模型。基于这些可选择的模型的计算结果对于目标公司来说通常是类似的，但对于收购公司来说则有着较大的差异。

表 13－1　英国收购公告期间目标公司与收购公司股东的反常收益

研究者①	报告年度	研究时期（年）	实例数目（目标公司）	事件窗（日期）	数额（收益）	目标公司（%）	收购公司（%）
费思	1980	1969～1975	486	公告月	按月	28	－6.3
富兰克斯与哈里斯	1989	1955～1985	1145	公告月	按月	22	0.0
利马克	1991	1977～1986	462	收购期	按月	31	－0.2
萨德沙纳姆等人	1993	1980～1989	171	∓5天②	按日	21	－2.0

① 所有研究者的目标公司收益与费思和萨德沙纳姆等人的收购公司的收益是按照 5% 的误差水平或者更好一些的有效数据。

② 公告日当天为 0，5 天为公告日的前 5 天和后 5 天。

由此可见，在收购前后的短期事件窗中，目标公司的股东是绝对的赢家，反之收购公司的股东不是遭受损失就是陷入困境。目标公司与收购公司股东合并的反常净收益分别报告为：－3 660 万英镑（费思，Firth）；263 万英镑（富兰克斯与哈里斯）与 584 万英镑（利马克）。当按照收购数目的平均值进行比较时，合并的收益确实很小。按照 5% 水平的有效性，萨德沙纳姆等人（1993 年）的报告认为合并的反常收益率为 3.09%。

由于大多数目标公司通常不再上市，只能得到兼并后的长期业绩数据。表 13－2 中显示了有关兼并后业绩的证据。富兰

克斯与哈里斯的研究着重强调的问题是，不同的基准可能会得出关于收购对股东财产影响的不同结论。通过市场调整过的模型与CAPM模型，他们认为，在收购当月加上1～24个月的期间内，收购得到的4.8%与4.5%的收益率对于收购公司的股东来说是一个比较有吸引力的比率。富兰克斯等人（1991年）通过他们关于美国收购的研究，特别强调了这种基准的作用（见下面）。

表13－2　收购公司兼并后的业绩

研究者	年度	研究期(年)	收购公司	事件窗(月)	数额	收益(%)
费思	1980	1969～1975	434	+1～+36	按月	−0.0
富兰克斯与哈里斯	1989	1955～1985	1048	+1～+24	按月	−12.6
利马克	1991	1977～1986	448	+1～+24	按月	−4.5

注释：+表示收购完成后的月份。富兰克斯与哈里斯与利马克所报告的收益率是按照5%误差水平的有效统计数据。

英国的有关证据可概括如下：

●对于所有的股东来说，收购在综合价值创造方面最好是中性的，最坏则是适度的价值损失。

●目标公司股东的收益几乎完全来自于收购。

●在收购公司向被收购公司股东进行财产转移方面有着一些证据。这些证据来自于收购公司股东的负收益率，以及具有综合效果的中性交易收益。

目标公司股东的收益不仅仅是自我创造的必然结果，就是说，收购不依赖于有效价值创造的逻辑必然性。与收购前两家

公司现金流量的总和相比较，收购可以增加合并后公司的现金流量。如果收购公司经理层对目标公司股东过于慷慨，那么这些现金流量就不可能自然增加收购公司股东的收益。这种解释与罗尔（Roll，1986年）傲慢自大的假设是一致的，即经理层趋向于对其收购过多地进行支付，这是由于他们过高估计了自己通过这些收购创造价值的能力。

根据我们在第九章提出的模型，一个公司估价的变化在总体上是现金流量与收益变化的一种功能。如果兼并确实创造了股东价值，那么这样的增加值应反映出，与兼并前的两家公司相比较，兼并统一体增加了收益与现金流量。我们下一个考察证据是关于兼并是否导致了收益与现金流量增加的问题。

(4) 基于会计的兼并业绩评估

"令人失望的结合：来自兼并收益的研究"，这篇由米克斯（Meeks，1977年）署名的文章引起了对收购的怀疑态度。米克斯研究了兼并对兼并公司盈利能力的影响。他的研究被许多后人所效仿〔库马尔（Kumar），1984年：第5章；科什等人（Cosh *et al*.），1980年〕。基于会计研究的基本方法是每个兼并公司用收购后帐面利润与收购要约前利润的加权平均值相比较。为了允许由兼并要素独立性所带来的利润变化，通过相关公司本身产业的绩效，或者非兼并公司样本的业绩可以计算出这些变化。上述研究的结果概括在表13－3中。

总体上来说，这些研究观点并不完全对兼并不利。此外，尽管实例业绩的平均值是负数，但是确有少数所研究的兼并（大约为40%）实际提高了盈利能力。这意味着一定类型的兼并能够获得成功。这说明一些收购公司确有技能和判断力，机

敏地成为赢家，并使公司能够获利。

表 13-3　兼并后 3 年与 5 年期间内英国兼并公司盈利能力的变化
（盈利能力 = 净收入/净资产）

研究者	年度	研究期（年）	样本数目	样本范围	兼并后3年	兼并后5年
米克斯	1977	1964～1971	164	正常化产业	显著下降	显著下降
库马尔	1984	1967～1974	241	正常化产业	显著下降	显著下降
科什	1980	1967～1970	225	非兼并公司	显著改善	显著改善

注释：每项研究的基准是兼并前 5 年盈利能力的平均值。实例数目是兼并公司的数量。对于 5 年期的比较来说，这些实例的数目比较少。

对兼并前后公司盈利能力进行比较中的一个重要问题就是，兼并后公司的盈利能力要受到兼并会计方式的影响。这使我们联想起（见第十章），收购会计通常会导致商誉，因受公平价值会计评估的影响，可能增加被收购公司的资产价值，以及冻结收购前的准备金。如果商誉没有立即销帐，那么净资产的基数将要增加。由于资产价值增加意味着较高的折旧和较低的利润，所以净利润/净资产的比率也要下降。

因此，收购会计可能导致兼并后的利润低于兼并会计的利润计算。这种偏差必须通过采用评估兼并业绩的会计数据加以校正。库马尔与科什等人在表 13-3 中的概括研究中，没有校正这种会计数据，这可能没有如实地反映出他们的样本公司兼并后的业绩。因此，他们的结论使人更加确信，兼并业绩是正效益。

最近以来，由于认识到了会计规则强制规定的局限性，一些研究人员开始使用营运现金流量作为利润的测定。在这一章

之后，我们要讨论由希利等人（Healy *et al*.，1992 年）根据美国数据使用现金流量作出的首次研究。曼森等人（Manson *et al*.，1994 年）通过在 1985～1987 年间的 38 个英国收购的实例重复了希利等人的方法。他们将收购公司 5 年的中期营运现金流量与所期望的中期现金流量进行比较，即对某一家兼并公司兼并前竞争优势的下降作出折扣。

曼森等人的报告指出，兼并导致了营运现金流量的改善，而且现金流量的增加与收购期间两家公司总计的反常收益正相关。这意味着股市对收购所带来的现金流量的预期增加作出了正确地预测与资本还原。尽管这一研究中采用的现金流量（即营运现金流量而不是用于股东的现金流量）的特殊计量可能存在着问题，但是这项研究反击了那种通常一边倒地认为兼并即失败的会计观点。用现金流量计量业绩也克服了早期研究中使用的利润自然增长计量的缺点。

在我们自行断言完全满足于有关兼并具有价值增加优势之前，我们更需要的是基于大量实例的证据，以便证实这一点。此外，除了重视营运现金流量之外，也需要考虑一种来自转让非核心企业的非营运现金流量，因为至少在 80 年代，收购的战略逻辑通常包含着，选择分拆促使收购公司与被收购公司的合并业务实现更紧密地集中化（见第九章，关于分拆对目标公司评估的关系）。仅关注于营运现金流量的收益似乎没有讲清楚收购的有益作用。

(5) 兼并的类型与兼并后的业绩

我们在第三章中的讨论指出，某种兼并价值创造的潜力依赖于其特定的类型。许多研究人员都调查研究过，那些具有潜

在规模经济或范围经济的兼并公司的相关性兼并的业绩是否比不相关的大型集团公司兼并更好些。在股东收益方面，各时期的证据都不具有说服力（萨德沙纳姆等人，1993 年）。在会计盈利能力方面，休斯（Hughes，1993 年）概括了来自于大量经验性研究的证据，这些证据表明，大型集团公司的兼并好于水平式的兼并。他解释说，这种结果的原因之一可能是由于水平兼并会引起更为严重的兼并后整合的问题。然而，兼并的类型对兼并后业绩的影响有待于进一步地探索。

3．收购与经理层

收购对收购公司与被收购公司的经理层有着不同的影响。对于收购公司的经理层来说，收购提供了增加其公司的竞争优势、经营效率与财务业绩的新机会，因而也增加了股东价值。收购通过增加报酬与职位安全感，使经理层能够最大限度地发挥其自身的效用。对于被收购公司的经理层来说，由于未知的变化，收购会导致不确定性和压力。他们现在不得不适应新的老板及其文化。对于许多经理来说，收购可能意味着丧失权力、地位和自由创新，或者是裁员（见第四章与第十四章）。

所有这些不幸的结果是否会落在被收购公司经理的头上，取决于收购的动机与战略部署。例如，基于期望协同增效作用的兼并不可能导致裁员，然而被一种成熟行业合理化驱动的兼并似乎就有可能裁员。同样，由于收购公司认定目标公司管理层是无效率的，所以惩罚性的收购大都导致很高的管理层调动率。

富兰克斯与迈耶（Franks and Mayer，1994 年）的文献表明，敌意收购后高级管理层的调动率比友好收购以及未被收购公司高。根据英国 34 个被推荐的收购实例和 31 个敌意收购的实例，他们估计 90% 目标公司的执行董事与非执行董事在敌意收购后提出了辞职，而在友好收购中这一比重只有 50%。这两种收购的人事调动率都大大高于 10 个未被收购公司调动率较小的实例。

对比来看，收购公司的经理层是“稳坐交椅”。收购的一个直接的好处就是把公司变得更大。在组织规模扩大的同时，收购也加快了公司的增长。经理层的报酬通常与公司的规模正相关。的确，这也许是收购背后的动机之一。费思（1991 年）提供了与这种经理层切身利益相关联的证据。

通过 1974～1980 年期间 171 个英国收购的实例，费思发现，受到股市热烈追捧的那些收购导致了经理层报酬的显著增加。费思的结论是，收购的进程导致了管理层报酬的稳定增加，并且表明这种报酬增加要依赖于公司规模的扩大。

对于收购公司的经理层来说，收购并不总是通向巨大财富的单程车票。如同根据会计基础的研究证据所表示的那样，许多经理确实把他们的收购搞得一团糟。收购的失败对于经理层来说可能要付出重大的代价。正如表 13－4 所显示的那样，80 年代一些比较引人注目和频繁买空卖空的收购公司在破产接管中寿终正寝，还有一些随后被收购了。萨奇兄弟（Saatchi & Saatchi）公司以及 WPP 公司等广告服务公司在美国进行了大规模的收购，随后进入了财务重组，并且正式形成集约化的管理。1993 年费伦提公司（Ferranti）陷入了破产接管。

表 13-4　高水平收购活动的后果

收购公司	1985 年以来的收购		结局
	数量	价值(百万英镑)	(1991 年 1 月)
英国公同财富(British & Commonwealth)	20	1422	破产接管
克洛罗尔(Coloroll)	14	403	破产接管
娱乐投资(Leisure Investments)	10	228	破产接管
园林场地(Parkfield)	34	140	政府接管
费伦提(Ferranti)	9	439	被强制分拆
仲夏娱乐(Midsummer Leisure)	13	55	被敌意收购
风景区道路(Parkway)	23	68	被收购
萨奇兄弟(Saatchi & Saatchi)	31	584	财务重组
WPP	45	1292	财务重组

资料来源：A. 布拉克曼 (A. Blackman)、《收购月刊》，1991 年 1 月。

4. 收购与职工

收购可能对被收购公司中的雇佣标准、工资、养老金以及其它权利有着双重影响。在合理的收购中，收购公司力求改善目标公司的经营效率与生产率。最容易进行合理化改革的目标之一就是目标公司的总部。随着它的许多功能被母公司总部所接管，紧接着似乎就是目标公司总部的裁员。例如，具有关报道，在 1994 年 7 月泰斯克（Tesco）公司对威廉姆 - 劳(William Low) 公司进行收购期间，威廉姆 - 劳公司总部 300 名职员中的大多数似乎都失去了职位（《金融时报》，1994 年 8

月4日)。如同1981年汉森信托公司（Hanson Trust）收购贝雷克（Berec）公司的实例说明的那样，该公司的收购战略是力图使"目标公司的资产运转得更努力"。

在英国，就业法给与收购相关的职工提供了一些保护，例如，不公正的解职、裁员条件、雇佣期限与条件的变化、以及养老金收益等方面。职工的权利也依赖于目标公司的股票或企业是否被收购。在目标公司的企业被收购的情况下，职工会受到《1981年企业转让（就业保护）条例》（TUPE）的保护，该条例要履行欧洲委员会的《被收购公司权利指导原则》（Acquied Rights Directive）〔达森（Dawson），1991年〕。在许多欧洲大陆国家中都有类似的就业保护条例。

案例研究13－1　汉森公司对贝雷克公司的合理化改革

1981年12月，汉森公司收购了一家"常备"（Ever Ready）牌电池的制造商贝雷克公司。收购后不久，贝雷克公司的总部、市场销售人员从550人裁减到75人，并实行重新定岗。管理层的数量从9层减至3层。美国本土工厂的职工裁减了60%。

资料来源：《金融时报》，1990年8月22日。

5. 美国有关收购成功的证据

美国有关收购的文献资料是庞大的，而且收购事件研究方法也起源于美国。在此，我们提出了一种有关美国兼并与收购

研究结果的观点。这种美国式的研究结果与有关英国背景的收购业绩的观察结果有着广泛的一致性。詹森与鲁巴克（Jenson and Ruback，1983年）总结了13项有关收购对股东收益影响的事件研究结果，几乎所有的这些研究都根据于80年代前的收购。杰瑞尔与波尔森（Jarrell and Poulsen，1989年）考察了跨越30年的大量的案例。在表13－5中展示了他们的研究结果。

表11－5　美国收购公告期间股东的反常收益

研究者	年度	研究期（年）	实例数目	事件窗（天）	报价类型	反常收益率（%）	
						目标公司	收购公司
詹森与鲁巴克	1983	多在80年前	13	各种情况	兼并	20	0
					股权收购	30	4
杰瑞尔与波尔森①	1989	1963～1986	526	－20～＋10	股权收购	29	1

① 反常收益率的有效性为5%或更好一些。

总体来说，美国的股权收购是直接向股东进行的，而不是被推荐的。兼并是向目标公司管理层做出的报价，然后由这些管理层向他们的股东推荐这一报价。正如我们预期的那样，敌意的股权收购经常给目标公司的股东带来较高的收益。这种股东收益非常类似于英国收购的有关情况（见表13－1）。

收购的长期业绩在美国的文献资料中已成为经常热烈讨论的话题。富兰克斯等人（1991年）认为，由于在实例数量影响方面有一种不适当的基准（即，上面的等式（2）中市场模型的市场收益），所以导致了收购公司股东的长期负收益（见

我们以上关于反常收益估计的讨论)。他们采用了对收购公司数目进行明确调整的可选择基准，并且发现收购公司兼并后的业绩是中性的。

然而，阿格拉沃等人（Agrawal *et al*.，1992 年）反驳了这一结论并提出了证据，他们认为富兰克斯等人结论跨越了不同的时期，是不能令人信服的。罗德莱尔与马丁（Loderer and Martin，1992 年）广泛证实了富兰克斯等人结论，尽管他们的对收购公司收益的研究也依据了不同的观察期。在这种争论可能结束之前，还需要更进一步的研究。

依据会计标准进行的收购业绩评估所提出的结论与那些在英国得出的结论相类似。雷文卡夫特与谢尔（Ravenscraft and Scherer，1987 年；第 4 章）的结论是，兼并没有改善经营利润。另一方面，希利等人（Healy *et al*.，1992 年）使用现金流量而不是自然增长的利润作为业绩的计量方法，通过 50 个大型收购实例的研究发现，被兼并公司在其相关行业的资产生产率中表现出了显著的改善，产生了较高的营运现金流量收益。此外，兼并后营运现金流量的增长与兼并公告时反常股票收益之间存在着一种较强的正相关，这表明对经济效益改善的期望导致了对兼并公司的股权重估。

收购对美国经理层的影响：

沃尔什（Walsh，1988 年）考察了在 1975～1979 年间 55 个收购实例收购后高级管理层的调动情况。他用上述样本与 33 个未被收购公司的相应样本相比较。收购后的 5 年中，被收购公司 59%的高级管理层被撤职，而对照样本的这种调动率只有 33%。第一年的调动率更引人注目，两组样本的调动

率分别为25%与6%。无论是收购的类型（即相关型、水平型、大型集团公司型等等），还是收购公司与被收购公司之间在规模上的差异性，都不能解释这种很高的高级管理层调动的发生率。

沃尔什与埃尔伍德（Walsh and Ellwood，1991年）扩展了上述研究，他们调查了被收购公司兼并前的业绩与收购后高级管理层调动之间的关系。根据更多的59个被收购公司与75个未被收购对照公司的实例分析，沃尔什与埃尔伍德发现，被收购公司的人员调动率为61%，而对照实例为34%。有趣的是，收购后的调动与通过累积反常收益计量的被收购公司在收购前的业绩之间没有关系。这就对那种认为高级管理层的调动是由于收购惩罚作用的假设提出了质疑。

然而，马丁与麦肯奈尔（Martin and McConnell，1991年）提供的证据与这种收购惩罚的假设模型是一致的。如果在收购后两年内目标公司中发生了高级管理层调动，他们就把收购归类于具有惩罚性质。他们根据惩罚性和非惩罚性两种收购中的累积反常收益，考察了目标公司收购前5年的业绩。其结果都是收购后调动增加。例如，在收购后的14个月内，高级管理人员的调动率为42%，而收购前5年的年均调动率仅为10%。此外，在收购前期，具有高调动率的目标公司的行业业绩表现不佳。

总之，美国收购中管理层调动的证据证实了，收购确实导致了大批高级管理人员的职位丧失，特别是在第一年或第二年。然而，由于调动率与收购前的业绩之间的关系不明确，所以那种调动率就表示收购惩罚作用的提法也是含糊不清的。

6. 小　结

这一章简要地评述了有关根据兼并公司股东、经理层和职工观点的兼并后业绩的证据。提供了来自英美双方的证据。尽管一致同意目标公司股东从兼并中获得了财产，但是有关收购公司股东财产收益的证据并不具有说服力。根据会计方法的业绩评估同样得出了不具说服力的结论。然而收购，尤其是在敌意收购中，导致了大量高级管理层的调动。下一章提供了通过调查收购公司经理层而得到的收购后的业绩的证据，这些经理层也提供了其收购失败的自身原因。

参 考 文 献

[1] Agrawal, A., J. F. Jaffe and G. N. Mandelker (1992) 'Post－merger perform-ance of acquiring firms: a re－examination of an anomaly', *Journal of Finance*, 47, 1605－21.

[2] Cosh, A., A. Hughes and A. Singh (1980) 'The causes and effects of mergers: an empirical investigation for the UK at the microeconomic level', in D. C. Mueller (ed.), *The Determinants and Effects of Mergers*, Oelschlager, Gunn & Hain, Cambridge, Mass.

[3] Dawson, W. (1994) 'Employment responsibilities and objectives', in *Company Acquisitions Handbook*, Tolley Publishing Co.

[4] Firth, M. (1980) 'Takeovers, shareholder returns and the theory of the firm', *Quarterly Journal of Economics*, 94, 235－60.

[5] Firth, M. (1991) 'Corporate takeovers, stockholder returns and ex-

ecutive rewards' *Managerial and Decision Economics*, **12**, 421－8.

[6] Franks, J. and R. Harris (1989) 'Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955－1985', *Journal of Financial Economics*, **23**, 225－49.

[7] Franks, J. and C. Mayer (1994) 'Post merger management change and restructuring', working paper, London Business School.

[8] Franks, J., R. Harris and S. Titman (1991) 'The post－merger share price performance of acquiring firms', *Journal of Financial Economics*, **29**, 81－96.

[9] Healy, P., K. Palepu and R. Ruback (1992) 'Does corporate performance improve after mergers?', *Journal of Financial Economics*, **31**, 135－75.

[10] Hughes, A. (1993) 'Mergers and economic performance in the UK: a survey of the empirical evidence 1950－1990', in M. Bishop and J. Kay (eds.), *European Mergers and Merger Policy*, Oxford University Press.

[11] Jarrell, G. A. and A. B. Poulsen (1989) 'The returns to acquiring firms in tender offers: evidence from three decades', *Financial Management*, Autumn, 12－19.

[12] Jensen, M. and R. Ruback (1983) 'The market for corporate control: the scientific evidence', *Journal of Financial Economics*, **11**, 5－50.

[13] Kumar, M. (1984) *Growth, Acquisition and Investment*, Cambridge University Press.

[14] Limmack, R. (1991) 'Corporate mergers and shareholder wealth effects: 1977－1986', *Accounting and Business Research*, **21**, 83, 239－51.

[15] Loderer, C. and K. Martin (1992) 'Post acquisition performance of acquiring firms', *Financial Management*, Autumn, 69 – 79.

[16] Manson, S., A. Stark and H. M. Thomas (1994) 'A cash flow analysis of the operational gains from takeovers', Research Report 35 of the Chartered Association of Certified Accountants.

[17] Martin, K. J. and J. J. McConnell (1991) 'Corporate perfomance, corporate takeovers and management turnover', *Journal of Finance*, **46**, 2, 671 – 88.

[18] Meeks, G. (1977) *Disappointing Marriage: A study of the gains from mergers*, Gambridge University Press.

[19] Pavenscraft, D. and F. Scherer (1987) *Mergers, Sell – offs and Economic Efficiency*, Brookings Institution, Washington, DC.

[20] Roll, R. (1986) 'The hubris hypothesis of corporate takeovers', *Journal of Business*, **59**, 2, 197 – 216.

[21] Sudarsanam, P. S., P. Holl and A. Salami (1993) 'Shareholder wealth gains in mergers: empirical test of the synergy and agency effects', paper presented to the Midwest Finance Association, USA, April.

[22] Walsh, J. (1988) 'Top management turnover following mergers and acquisitions', *Strategic Management Journal*, **9**, 173 – 83.

[23] Walsh, J. and J. Ellwood (1991) 'Mergers, acquisitions and the pruning of managerial deadwood', *Strategic Management Journal*, **12**, 201 – 17.

十四、鉴定收购成果

在前一章，我们叙述了根据不同股份持有者观点的关于收购成功性的经验性证据。描述了收购公司的利润业绩以及这些公司股份持有者收益方面的一些综合性观点的形成过程。均衡看来，尽管兼并似乎没有达到“希望之乡”，然而这种均衡描述往往掩盖了少数具有重大价值的成功业绩。因此，有趣的问题是，是什么因素推进了成功？又是什么因素导致了失败？

在这一章，我们尽量提供一些有关这些问题的答案。这些答案来自于两方面：一是经理层自我评估成功与失败的调查证据，二是他们对关键性成功因素的鉴定。然而，当我们能够从一些公司不同的收购经历中发现一系列关键性的成功因素时，由于每项收购都可能有其自身的特征，因而这一系列的因素并不具有普遍意义的有效性。

有关调查报告充分地表明，成功的收购与失败的收购在许多方面都存在着区别，其中包括从收购前的计划到收购后的整合管理。行为动机与精明务实的战略以及财务上的分析同样的重要。人的因素形成收购交易计划与收购后管理的一个关键性的方面。近年来一些实际的收购举例说明了，这些多变的问题直接涉及到收购的成功结果。

1. 收购业绩的调查证据

由于对公司经理层不断地进行调查，促使了他们对近年来的收购，以及造成他们成功与失败的因素进行自我评估。这种调查具有超过前一章提出的统计方法的一个优点，即要求收购决策者对其决策进行自我评估。此外，还要求他们对其决策和决策的后果进行论证。在前一章这些只能通过统计研究推论出来。

然而，调查也比较具有主观性并且常常依赖于少量的实例。调查具有公开的性质并且经常在事件发生后进行。调查绝不是如“停在墙上的苍蝇”那样明确的描述，它依赖于问卷回答时回忆过去收购经过的质量。尽管受制于这些局限性，调查也能为管理决策提供一些有用的见解。

最早的一项有关兼并经理层的调查是由纽鲍尔德（Newbould，1970年）进行的。他的调查涉及到1967～1968年期间进行兼并的38家上市公司的经理层。他的调查结果显示，两年后17家公司报告说没有任何收益，21个案例中在5年中预计不会有更多的收益。另一项研究〔基庆（Kitching），1974年〕来自于对一些总经理的调查访问，调查结果表明30%的英国收购是“失败”的，此外有17%的收购被描述为是毫无价值的重复。

近来更多的调查似乎证实了上述两项悲观的评估。1992年，库珀斯－莱布兰会计咨询公司（Coopers & Lybrand）对英国公司的收购经验进行了一项研究。该公司深入调查了英国

最大的100家公司的高级管理人员，涉及50项交易价值超过130亿英镑，从而形成了分析的基础。这项研究包括，自80年代末到90年代初经济衰退时期，英国一些最大的公司以最低价值为1亿英镑进行的大型收购。被调查的高级管理人员认为，大约54%的收购是失败的。这种显而易见的失败水平与早在1973年与1988年由《国际商务》杂志进行的调查所报道的49%与48%～56%的失败率是一致的（库珀斯－莱布兰会计咨询公司，1993年）。

库珀斯－莱布兰会计咨询公司也调查了收购成功与失败的原因，在表14－1中显示了一些高级管理人员的回答。

文化差异反映在收购公司与目标公司做出的决策方式上（见第四章，关于组织文化）。一些回答认为，目标公司的管理层缺乏原动力与企业家的精神。这样的管理层也习惯于层级式的决策结构，或者是一种由委员会做出的决定。敌意的收购被认为有碍于被收购公司与收购公司之间进行文化上的优化组合。

对目标公司及其经营的行业缺乏了解归罪于收购前伪劣的审计（见第七章）。在一些案例中，收购公司所接受的保证没有解决到所发现的问题。收购公司没有完善的收购前计划最终会失去整合的有利时机。在做好收购计划的情况下，其实际的增效作用就会超过所预期的效果。

兼并双方的会谈细节、兼并执行的条件、收购公司与目标公司在规模、行业方面的分布等都不是库珀斯－莱布兰会计咨询公司调查研究的依据。但是，其研究的总体结论与前一章中描述的统计分析结论具有相当的一致性。

表 14－1　收购成功与失败的原因：库珀斯－莱布兰会计咨询公司的研究（1993 年）

失败原因	(%)	成功原因	(%)
目标公司管理层的素质与文化差异	85	详细的收购前计划与尽快地实行	76
没有收购后的整合计划	80	收购目的明确	76
缺乏对行业或目标公司的了解	45	文化上的优化组合	59
目标公司管理层业绩很差	45	目标公司管理层的高度合作	47
没有以前的收购经验	30	了解目标公司及其经营的行业	41

注释：(%) 栏目下的数字表示引证这种原因的被调查者的百分比。

在前面的各章中（见第四章）已经谈到有一种比较精确的调查问卷，该问卷附有管理者对收购成功性直觉的调查研究，以及亨特等人（1987 年）提供的因素调查研究。这些高级管理人员被要求按照一种从极度肯定到极度否定的等级范围，根据以下的测定对收购进行评估：

①从业务前景看收购成功吗？

②收购的具体实施成功吗？

③被收购企业的现状比收购前更好吗？

④被收购企业的前景比收购前更好吗？

⑤根据收购后所见到的收益，你认为还会再做出收购吗？

收购公司与被收购公司高级管理人员的回答汇总成为成功的综合指数。在 2/3 的问卷中，两种公司高级管理人员的评估是一致的，但是在回答上面第 5 个问题时，一些被收购公司的高级管理人员由于收购造成的伤害而不愿重复这种经历。综合

评估的结果如下：

非常成功	20%
成功	35%
一般	20%
不成功	17%
很不成功	8%

因此，总体来说认为收购成功或更好的回答只有55%，而25%认为是失败的。这种评估与根据库珀斯－莱布兰会计咨询公司的调查研究以及有关统计分析具有广泛的一致性。

2．导致收购失败的因素

在第四章中，我们描述了收购决策与收购整合体制上的动力。收购决策过程的特征可分为有发展前景、逐步上升的势头与前景不明。收购整合的过程还有可能落入各种陷阱难以自拔，进而导致收购价值创造潜力的下降。

根据上述有关收购过程的描述可得出一些警示如下：

●某一具体收购的失败通常是由于有缺陷的公司或有缺陷的企业战略。这意味着正在被收购的公司可能在本质上不适应收购公司的战略需求。

●一种优化的战略分析是必要的，但并不是成功收购的充分条件。

●任何收购计划或这一计划中的任何一项收购行动必须要有明确的价值创造逻辑。

●收购中的价值潜力在收购实施阶段或者实现或者被破

坏。

●对于目标公司及其价值创造逻辑来说，整合方式必须干脆利落，即吸收、保持或共存。这取决于整合的速度与范围两个方面。

●交易谈判小组与交易实施小组之间必须保持一定的连续性，以便维护收购的目的。交易实施小组必须受到双方公司的尊重与信赖，并且必须抵制在整合过程中不必要的干预，尤其要抵制来自收购公司各种职能部门的干预。

●当整合过程开始时，收购公司必须从实际出发，对任何一种整合计划都能进行适当的调节。

●在目标公司职工的心目中，整合是一个充满了多变性、恐惧感与忧虑感的过程，整合会导致不履行对他们的承诺并使他们丧失信心。为了在两家公司全体职员之间建立起信任感与信用感，收购公司的整合执行小组必须通过灵活、同情和理解的方式处理好这些关系。

●收购公司必须尽早地和明确地通告它的收购计划与打算，以便减少目标公司全体人员的忧虑感。

3. 有关收购过程证据的调查

只有很少的直接证据可以支持前面由哈斯波斯拉夫与杰米森（Haspeslagh and Jemison，见第四章）所研究的范例。亨特等人（1987年）的调查没有对上述有关问题进行测试。然而，这些调查给我们提供了一些有用的间接证据。根据收购计划的阶段，我们发现了以下特征：

●收购目标具有偶然性。

●收购动机往往是冲动的，而不是冷静、适度和理智的。总裁或总经理的狂热与偏见往往支配着收购的需求和进度以及目标公司的选择。在某些案例中，鲁莽与傲慢形成了收购的动力。

●收购往往是机会主义的行为，是一种“哪有抓哪”的方法。

●寻求目标公司的决策拖泥带水、犹豫不决。

交易谈判阶段具有逐步加码的势头与前景不明的特征。交易决策不是精明务实与合理适度的经济行为，而一种非财务因素的决策却仍在起着作用。在一些交易中，双方谈判者互相信任并且相信他们彼此能够作成交易。因而，在谈判中起作用的是直觉和判断。

谈判小组通常很小（一般在3人以下）包括总裁、财务董事以及与收购相关的子公司管理董事。收购公司（特别是缺乏收购经验的收购公司）比较依赖于他们的顾问，这些顾问根据不同的激励机制去完成交易。有时，敌意的收购公司要通过其商业银行顾问完成收购交易。

对正在进行中的计划与谈判的严格保密被认为是必要的，这是为了防止竞争对手或者目标公司的职工发现这项收购交易。应仔细反复进行的审计却变得有些粗浅的原因之一可能是由于这种保密需要。甚至在友好的收购（占实例的80%）中，收购前的审计也忽视了详细人力资源方面的情况。98%以上的收购做了财务与法律方面的审计，40%的收购案例做了工程与生产方面的审计。

管理层或人事方面的审计仅占收购的37%。甚至在已进行人事审计的案例中，审计对目标公司人力资源能力的关注低于对报酬、养老金权利等方面的关注，换句话说，审计的重点在金钱方面。收购之后，甚至在一些友好的收购交易中，审计的某些局限性导致了一些难以处理的意外事件。大约35%的收购公司在目标公司中发现了虚假的现象，松散或管理层失控以及管理能力落后等问题。

许多收购公司谈判小组认识到，他们应当进行坦诚的对话，在收购后兑现他们能够提供的保证，并且清楚地向收购各方通告收购的收益。因而，他们必须努力减少未来预期的模糊性。

4. 有关收购整合的证据

亨特的调查有助于理解样本收购公司所采用的整合方法。通过整合，收购公司对目标公司的了解发生了很大的变化，部分原因是由于审慎调查审计的有限性。这种缺乏了解的情况也许强调了这样一个事实，即在88%的案例中收购执行小组不同于谈判小组，尽管在85%的案例中两个小组中间都有着一个联系人。大多数的联系人都是收购公司的管理董事。当收购执行小组撤消时，该小组通常要留下一些人继续参与被收购公司的管理工作。

只有21%的收购公司有着明确的收购执行计划，而另有27%的收购公司只有一些“模糊计划”。大约52%的收购公司没有任何计划。2/3的收购公司实行的是一种“寻找收购对

象”的审计。对于所进行的收购来说，“慎密策划”的战略寥寥无几，而“胡思乱想”却很普遍。58%的收购公司对被收购公司的管理层采取“直接控制”的政策，而其余42%则采取“不干预”的政策。

然而，在大约58%的收购公司进行直接控制的同时，由于收购公司需要逐步更多地了解被收购公司的功能，所以90%的被收购公司在几个星期内“业务照常”。在许多案例中，缺乏明确的收购执行计划和收购后的审计还意味收购公司将采取“等、看、行”的态度，并且还意味着要采取“熟悉业务”的态度。

在许多案例中，等待会引起被收购公司的经理层和职工们的疑虑不安。73%的收购中，收购公司的总裁或总经理通过进行私人会谈，或通过向被收购公司职工写私人信件，使他们对其执行计划感到放心。

许多收购公司表现出较好的文化观念，并且会处理好被收购公司与收购公司之间的文化差异。尤其是在美国，英国收购公司必须认真考虑美国职工交往的需求、建立信用与信任的需求、以及通过向美国经理层提供股票选择权尊重其所有权占有的需求等传统观念。英国收购公司给其美国子公司的自主权也大于美国收购公司给子公司的自主权。

在大多数美国公司的案例中，整合的相互联系由两个关键性人物组成的小组所管理，这两个人由每个公司各出一个，他们在两种文化、功能和工资水平之间充当起缓冲作用的人。因而，这种小组起着协调关系的作用。

库珀斯－莱布兰会计咨询公司（1993年）的研究也对上

述的解释提供了一些支持证据。这种研究强调了收购前审计的重要性，其中包括人力要素的审计、明确的目的、对收购后公司的文化差异性进行很好的交流和了解。

5. 主要成功因素

亨特等人（1987年）根据收购与被收购公司管理层的观点，通过汇总普遍的思路以及分别鉴定收购成功或失败的因素完成了他们的调查研究。他们把这些因素分为背景因素与买方行为因素。表14－2显示了，由参与调查的经理层认为的背景因素重要性的排序。表14－3则表明的是，对收购成功起不同作用的行为因素的进一步分析。

表14－2 收购成功性的背景决定因素

背景因素	关键性	促进性	适中性
收购前的审计	是		
目标公司是否状态良好	是		
以前的收购经验		是	
相对较小的目标公司		是	
非敌意的友好收购		是	
明确的执行计划			是
小目标公司＋收购经验			是

以前的收购经验并不是绝对的关键性因素。这一评估与库珀斯－莱布兰会计咨询公司（1993年）的结论是一致的，即只有30％的经理层认为没有以前的收购经验是收购失败的原

因（见表 14－1）。这一结论并不完全出人意料之外，这是由于一些著名公司作为积极的收购者在 80 年代曾屡遭失败（见表 13－4）。起作用的是经验的质量而不是高记录的重复于蠢事。的确，连续不断的收购战略会妨碍收购后的巩固以及从过去的收购中吸取教训。

表 14－3　收购成功性的买方行为决定因素

成功收购的相关因素	%	不成功收购的相关因素	%
高超的谈判能力	59	保证条款被破坏	39
前景光明	68	前景不明	67
买方管理层赢得信任与尊敬	55	买方管理层失去影响力	72
被收购公司经营收益显而易见	64	未见到被收购公司经营收益	44
两公司相互联系有条不紊	77	两公司相互联系松懈涣散	58
人员状态发生变化	59	业务变化受到限制	61
增加目标公司职工的鼓励和收益	68	减少目标公司职工的鼓励和收益	67

注释：表中数据是收购成功或不成功因素分类结果的百分比。

目标公司的规模与收购的性质（即敌意或友好收购）与收购的成功有着一定的关系。收购公司可能慷慨地对待小目标公司经理和职工，但这也会造成他们的被恩赐和无所谓的感觉。由于收购公司可能担负得起小规模收购的费用，所以它也可能忽视其价值创造的逻辑必然性。在敌意收购中，目标公司的高级管理层可能是收购战的第一批受害者，但是明智的收购公司可能通过新的激励机制，以及通过给被收购公司更多的未来许

诺，赢得留下来的职工的忠心。

缺乏明确的执行计划对收购的结果没有太大的影响。有一种决定论不利于进行优化整合，即无论在目标公司中发生了任何事情都坚信收购前的计划是正确的。另一方面，思想开放与善于学习会促进优化整合（见第四章）。也许对于许多成功的收购公司来说，缺乏明确的收购计划反而会促进这种“干中学”。

收购前的审计与目标公司的良好状态这两个关键性的因素是相互联系的。某些质量较差的审计可能是由于收购决策变化过程逐步加码的势头所造成的。忽视人的审计也会导致失败。一个有趣的调查结果是：有许多到目前为止被认为是成功收购的关键因素实际上并不重要，例如收购前的计划。其可能的一种原因是：收购者在一些背景因素中的弱点被谈判与整合期间的行为所掩盖了。以下讨论的是这种行为因素。

这些行为因素大都显而易见，而且与哈斯佩斯拉夫与杰米森模型衍生出来的解释是一致的。诚实、机敏、称职以及甘愿与目标公司职工共享收购利润都是收购成功的重要因素。真诚不应该成为一项收购中的第一个受害者。这些调查也着重强调了在交互作用中需要称职的管理层。

收购公司在目标公司中带来的任何变化都必须考虑它对人的影响。再者，诚实的交易以及对人的关心都是双方自愿合作与赞同变化的必要保证。按照财务和商业标准，无论收购优势多么明显，它们毕竟都是人创造的（亨特等人，1987年：第6章）。

6. 收购与人的因素

兼并与收购通常是变化无常的事件，这就预示着会给收购公司的经理层以及其他职工，特别是被收购公司同类人员的工作和私人生活带来很大的混乱。这种事件具有的不确定性和它所带来的现实变化，使这两方面都产生恐惧、忧虑和压力。兼并的压力可能来源包括个性与工作安全感的丧失、人事与工作习惯的变动并导致文化上的不协调〔卡特瑞特与库波(Cartwright and Cooper)，1993 年〕。

这些与兼并相关的反感情绪及其对兼并结果的影响依赖于两个因素：

●合并组织之间的文化融合构成了“联姻的条件”，即兼并是否包含有文化上的整合，文化自主权的取代或保留。

●兼并事件对个人的影响，即由兼并过程及其持续时间所产生的压力的程度与规模。长期的压力会对个人的生理健康、心理健康和表现行为产生不利的影响。

这两种因素也存在着内在联系，这是由于文化上的不相容会导致严重的分裂、不确定性以及随之而来的压力（卡特瑞特与库波，1993 年）。

卡特瑞特与库波（1993 年）对两个即将被兼并的英国建筑社的中级经理层进行了一种问卷式的调查，两社其中的一个比另一个要小得多。调查的目的是评估两社之间文化不相容的程度，以及组织上所承担的义务、职位满意度、生理与心理健康程度，这些问题都涉及到对兼并的影响。问卷所提出的问题

有：组织文化、组织上所承担的义务、职位满意度、潜在压力的来源以及精神健康等。

总共157名中级经理层回答了问卷，回答率为52%。兼并伙伴在文化上被认为是和谐一致的。他们在战略上也旗鼓相当，文化上的整合比较平稳。然而，兼并对两组经理层都存在着压力，特别是对较小的那个社的经理层的压力更大。总的来说经理们对工作是满意的。

这项研究的一个重要的教训是，文化上的和谐不能保证兼并公司的职工都欢迎这种兼并，并且都赞同这一目标。人的因素一直需要引起高度的关切与重视。

7. 成功收购过程的展示

(1) 西门子公司收购普莱赛公司

1989年德国西门子（Siemens）公司与英国通用电气（GEC）公司联合对英国普莱赛（Plessey）公司进行收购，它们收购了普莱赛电子系统（PES）公司与航空运输控制系统管理（ATM）公司。根据两家普莱赛子公司的总经理的说法，在收购前他们一直受到普莱赛总公司投入资金不足、设备不够、测试与设计仪器短缺的困扰。普莱赛总公司还经常通过仅两年的短期偿还投资方式进行经营管理。

西门子公司以极其慎重的方式进行整合。两家普莱赛子公司被赋予了很大的自主权。航空运输控制系统管理公司被建成为世界航空系统管理的中心之一。最初，西门子公司使用一位处理英国子公司成本缩减计划的德国顾问，引起了一些英国经

理层的不满。然而在后来，西门子公司允许这些英国子公司选择其自己的顾问。英国的经理层被派往德国进行文化交流培训。英国的总经理认为，如果没有西门子公司他们的公司将难以生存，他们感激西门子公司所给予的较大的自主权以及长期的财务资助（《金融时报》，1994 年 4 月 13 日）。

(2) 雀巢公司收购伦特瑞公司

1988 年，瑞士食品与糖果业的巨人雀巢（Nestlè）公司通过激烈的敌意收购，收购了基地在约克（York）的糖果商，深受人们喜爱与尊敬的伦特瑞（Rowntree）公司。这一收购引起了伦特瑞公司职工的强烈抵制，并且通过提交垄断与兼并委员会备案引发了一场政治风波。雀巢公司非常谨慎机敏地解决了整合问题。在通常情况下，完全完成收购整合只需 2～3 年，而对伦特瑞公司的整合却用了 4 年时间。尽管在收购时雀巢公司对伦特瑞公司许诺，它的全球糖果业战略将在约克实施，但这一许诺并没有保持下来。但是，约克已成为全球糖果业的研究中心。自收购以来雀巢公司对伦特瑞公司进行了大量的资本投资。尽管有人失业，但生产率有了提高。

由于雀巢公司在其自己的业务中忽视了糖果业，因而它需要伦特瑞公司的专业技能与商标。因此，它让一批英国经理出面掌管伦特瑞公司。然而，由于一些过去的伦特瑞公司经理在苏黎士控制着全球糖果业的局势，因此需要在伦特瑞公司与雀巢集团其它公司之间进行经理层的流动。这种经理层的双向流动、巨额投资、伦特瑞公司在雀巢公司全球战略中较高的地位、以及赋予伦特瑞公司自主权的程度等，这所有的综合效果都减轻了在 1988 年伴随收购而出现的怀疑与敌视（《金融时

报》，1994 年 4 月 20 日）。

（3）汇丰银行收购米德兰银行

1992 年，汇丰银行（HSBC）收购了米德兰银行（Midland Bank）。在收购前的 10 年间，米德兰银行的利润一直在下降甚至是亏损。它的国际扩张努力惨遭失败。其高级管理层中也存在着不少问题。因此，米德兰银行需要一个强大的伙伴来挽救它。汇丰银行继在亚洲、美国和加拿大进行成功扩展之后，此时正寻求在欧洲的发展。米德兰银行给英国的汇丰银行提供了强大的零售银行业。在两家银行外汇与债券经营业务的合并中也存在着巨额收益。合并后的银行将成为全球性的大银行。

这两家银行之间也存在着文化差异。尽管两家银行都有着良好的世袭财产和引以自豪的历史，但汇丰银行是一家已获得非常成功扩展的银行，而米德兰银行却士气低沉。汇丰银行还被认为更具有客户意识，以及具有基础业绩的敏锐意识。

汇丰银行采取的整合方式相当谨慎。与客户意识相协调汇丰银行提高了米德兰银行高速公路分行经理层的形象。对职工关系的整合方式是，给职工提供良好的工作条件，使银行有一支心情愉快的职工队伍，以便再适应于客户导向的方法。汇丰银行制定一个分支银行的整改计划。许多管理层进行了调动，但这也只是汇丰银行与米德兰银行之间经理层的双向流动（《银行世界》，1994 年 5 月）。

8. 小 结

这一章提供了收购成功与失败的证据，这些证据是基于对参与收购计划、收购实施以及收购后整合的经理层的调查。该调查证据证实了第十三章中提出的根据统计研究得出的证据，即只有50%的收购被经理层认为是成功的。该调查还揭示了经理层直觉认为的导致失败的原因。根据调查证实了许多关键性的成功因素。决定收购成功最重要的因素之一是人的因素。当这些公司进行的收购没有达到预期的目的，或者已经实现其原定的战略目标之后，它们还要做些什么呢？分拆（Divestments）已上升为解决这一问题的重要手段，下一章我们会对之进行考证。

参 考 文 献

[1] Cartwright, S. and C. Cooper (1993) 'The psychological impact of merger and acquisition on the individual: a study of building society mergers', *Human Relations*, **46**, 3.

[2] Coopers & Lybrand (1993) *Making a Success of Acquisitions*.

[3] Hunt, J., S. Lees, J. J. Grumbar and P. D. Vivian (1987) *Acquisitions: The human factor*, London Business School.

[4] Kitching, J. (1974) 'Why acquisitions are abortive', *Management Today*, November.

[5] Newbould, G. D. (1970) '*Management and Merger Activity*, Guthstead.

[6] Haspeslagh, P. and D. Jemison (1991) *Managing Acquisitions*, Free Press.

十五、公司分拆

前几章我们论述的收购是一个公司被其它公司所收购，收购的结果是收购公司扩大了规模。但 80 年代也出现了大量与这种收购相反相成的活动：分拆。由于各种原因，美国与英国的许多大公司都出售了它们业务的某些部分。尽管在多数案例中，这些业务是出售给其它公司的，但是在大量的案例中，收购者是正在被出售企业的管理者。这种管理者的收购被称为管理层收购（MBO：management buyouts)。这种管理层收购目前已成为兼并与收购活动领域中已被公认的组成部分，它具备一种令人印象深刻的金融服务业基础。

在 80 年代，许多公司也在追寻重组其业务组合的其它方法，其目的是增加其股东的价值。这些方法包括：以产易股(spin－offs）或分设（demergers)，以及股权划出（equity carve－outs)。甚至特大型公司都在使用金融收购的创新方法，如杠杆收购（LBO）已经引入到兼并与收购活动领域。与此同时，这些创新方法的发展扩大了公司控制市场交易的范围与种类。

在这一章中，我们描述了这些由公司控制交易的新形式的演化，并且讨论了其内在的合理性。我们考察并举例说明了这些公司重组的不同形式的结构与性质。我们也表述了关于公司重组对股东财产影响的经验例证。

1. 分拆的合理性

表 15-1 提供了涉及英国公司兼并与收购交易的 6 年期的比较。由英国公司进行的分拆构成了全部收购的重要组成部分，这些收购是由独立的英国公司或者是英国公司的组成部分所做出的。1989 年，分拆大约占全部收购与分拆的 20%，然而 1993 年，分拆的比重已接近 50%。根据价值的大小，独立公司的收购在 1989 年达到最大值，分拆在 1988 年达到最大值。尽管英国的经济衰退给独立公司的收购造成重大损失，然而分拆却较好地保住了它们的地位，这表明公司可以继续使用其分拆作为战胜经济衰退的一种方式。

表 15-1　1988～1993 年英国的收购与分拆

年度	收购		分拆		总计	
	数量	价值（总万英镑）	数量	价值（百万英镑）	数量	价值（百万英镑）
1993	745	8 720	503	8 640	1 248	17 360
1992	684	14 428	468	5 319	1 152	19 747
1991	747	12 180	442	6 001	1 189	18 181
1990	912	17 457	612	10 221	1 524	27 678
1989	1 402	36 416	676	10 816	2 078	47 232
1988	1 633	24 369	608	13 254	2 241	37 623

注释：收购包括民营与国有两种目标公司。

资料来源：《收购月刊年度专刊》（英）。

由于收购与分拆可能是一些公司在重新集中其业务组合中

同一战略的组成部分，所以这种收购与分拆在一前一后合理的升降时并不使人感到意外。分拆的过程通常是对收购的融资，在过去大量的案例中，收购公司对被收购公司进行分类（unbundled），保留符合其战略导向的部分业务，并卖掉不符合其战略导向的那部分业务。

公司为什么要分拆？分拆的动机有很多因素：

●被分拆的业务可能是一项收购的一部分，收购公司需要将其拆卖为收购筹集资金。

●被分拆的部门目前也可能具有很好的业绩，但是它不具备产业内的长期竞争优势地位。它的母公司会认定，它获得强有力竞争地位的前景暗淡，或者可能还要求进行大规模的投资。

●母公司的战略焦点和重点可能改变，而且被分拆的部门可能不适应这种新战略。母公司可能希望集中在具有最富有竞争力的领域。这一变化过程是众所周知的"不管闲事"（sticking to the knitting）。

●由于失控或无效的管理，被分拆的部门可能通过购进大量不对路的管理资源导致负值的增效作用。

●母公司可能从事过于广泛的多种经营，导致难以监控事业部经理的业绩。

●母公司可能陷入财务危机，而且可能需要筹集现金来缓解危机，以避免发生最终的清算。

●被分拆的企业可能作为某一被收购公司的部门被买下来，而且其母公司可能不愿保留它。

●由于有关被分拆公司更多的信息将对股市发生作用，所

以母公司可能认为，如果被分拆的部门是“独立的”股权，它将被股市更高地估价。这会较大地增加股市对分拆公司的估价能力，而且也会增加分拆公司的股东财产。

●被分拆部门的战略取向可能更适合于其它公司，并能够为这一公司创造价值。因而分拆公司也可能增加该公司的股东收益。

●分拆可能经常作为一种反敌意收购的防御手段：例如，出售“皇冠上的宝珠”（见十二章）。

“返回核心”战略是摆脱大型集团公司的不良业绩，重振雄风的取向，这些大型集团公司在60年代和70年代中曾大量涌现。这种大型集团公司本身就是这一时期严格的反托拉斯体制的产物。由于美国里根政府在80年代实行比较宽松的行政管理体制，所以一些公司认为，对收购限制的放松将会增强它们的市场实力，而且不需要进入不相关的领域从事多种经营。

2. 公司分拆的方式

公司的分拆可能采用各种方式：

●公司之间的出售：即卖给其它的公司。

●以产易股或分设，即被分拆的部门通过股票交易发行证券建立新公司，并将新上市公司的股票分派给母公司的股东。

●股权划出，在这种方式中，子公司通过股票交易发行证券，但是它的母公司仍对其保持多数股权的控制。

●管理层收购（MBO）及其变形，如管理层购入（MBI：management buyin）。

(1) 公司的出售

公司出售是两个独立公司之间的交易。这种交易可能有益于两家公司。分拆公司可以从现金流量收入中获利，这种收入用在集团其它的企业上，或者用于缓解财务危机上可能更为有利。公司出售也可能通过消除负面增效作用，或通过出让一直由被分拆企业所占有的管理资源来增加分拆企业的价值。这种出售还可以强化对分拆后保留企业的战略集中，并能够增强分拆公司的竞争实力。

对于收购公司来说，被分拆的企业可能具备一种比对它的出售公司更好的战略适应性。在被收购企业与某一家收购公司的现有业务相关联的情况下，收购公司可能乐于以此来增加市场份额与市场实力。这意味着，被分拆出来的业务对于买方而言比卖方更富有价值。这种增加值可能被买方独家占有，或者可能在买卖双方之间瓜分。增加值的瓜分依赖于买卖双方相应的讨价还价实力，这依次依赖于卖方的财务状况、分拆的供给量、两家公司相应的规模以及分拆公司对现金需求的迫切性。

如果分拆公司的财务状况很差，那么分拆可能是不情愿的，因而讨价还价的实力也是虚弱的。然而，公司出售的收入可能常常使分拆公司重新获得财力。如果真是那样的话，分拆公司就很得到比在分拆之前更好的股市评分。

由此可见，对于分拆公司的股东来说，分拆可能是利多消息。这种情况被英国与美国的经验性的实例所证实。阿夫萨尔等人（Afshar *et al*. 1992 年）根据 1985～1986 年期间的 178 家英国公司出售的实例，考察了出售公司的股东是否获得了风险调整过的反常收益（见十三章“关于反常收益的方法”）。他

们发现，在公司新闻媒介公告出售的前一天，分拆公司股东的收益的有效统计数据为0.85%。因此，这说明股市非常欢迎这种出售公告。

在同一研究中，阿夫萨尔等人也发现，股市的反应越是看长，即分拆公司股东的收益越高分拆公司的财务状况就越糟。财务状况以Z分衡量，这一分数是盈利能力、财务传动作用、流动性和经营资源4种不同财务比率的加权合计。这种Z分是作为公司潜在破产的测定而被推衍出来的。关于股市对公司出售反应的美国的实例与此类似，下面讨论美国的例证以及分拆的其它形式。.

（2）公司的以产易股

在公司的以产易股中，通过发行证券筹资成为独立子公司的可能是母公司的一小部分。新发行证券的公司现已独立，并且在股市中被分别估价。以产易股公司的股票分派给母公司的股东，而且这些股票本身是在两家公司中瓜分而不是一家独吞。由于母公司的股东现在可以自由改变他们投资到各公司的组合比例，所以这就增加了他们投资决策的灵活性。在此之前，由于这些股东只有通过母公司的投资，才能投资到子公司，所以他们的投资是单一取向的。分设是以产易股的变形，但是分设公司的规模可能要大于以产易股中分拆出的子公司。

按照母公司的观点，以产易股可能比公司出售更具优势，这是因为在公司出售的情况下，当母公司没有任何投资机会需要融资的时候，母公司不得不决定用公司出售的收入做什么。此外，由于发行证券后会产生公司分设的利多信息，所以股市赋予两家公司的价位比公司分设之前母公司的价位更高。股市

的溢价是建立在公司透明度的基础上。

由于缺乏透明度，多种经营的公司在过去可能曾受害于“大型集团公司的折价”。如同我们在前面讨论过的那样，更重要的是，这种折价可能是由于管理上的失控。具有典型意义的是，在分设中，分设公司在产品、技术和市场方面几乎没有什么增效作用。当这种折价被消除时，母公司与新建子公司的合并市值应当高于母公司在分设之前独家市值。

分设在英国很罕见，在表 15－2 中列出了近年来一些主要的实例。在某些案例中，分设是为了反击敌意的收购公司。例如，1989 年英美烟草联合（BAT：British－American Tobacco）公司成为霍伊雷克财团（Hoylake consortium）以 1300 万英镑敌意收购的目标。霍伊雷克财团的目的是通过对英美烟草联合公司的分拆收购来创造价值。英美烟草联合公司经过强有力的防御抗争之后，挫败了这一收购。但是该公司允诺，计划对其自身进行分设。按此计划，该公司通过以产易股的方式分别成立了阿尔古斯（Argus）公司和维真斯·提波·阿普雷登（Wiggins Teape Appleton）公司。

与此类似，由威廉姆斯控股（Williams Holdings）公司的敌意收购引发了瑞卡尔电子（Racal Electronics）公司分设为沃达丰（Vodafone）公司（即瑞卡尔电信公司）与查布（Chubb）公司。在帝国化学工业（ICI：Imperial Chemical Industries）公司的案例中，尽管分设的决策已经做出计划，然而 1991 年汉森（Hanson）公司收购了 ICI 公司 2．8％的股份，ICI 公司的董事会认为这一收购是敌意性的，这就增加了执行分设计划的迫切性。

表 15－2　英国的公司分设

年度	母公司（下设机构）	以产易股（下设机构）
1984	保瓦特国际公司（Bowater International）（包装、卫生纸、建材、造纸、服务）	保瓦特北美公司（Bowater North America）（新闻纸、造纸与纸浆）
1990	考尔陶兹公司（Courtauds）（化学品、服装与精纺）	考尔陶兹纺织公司（Courtauds Textiles）（服装、织品与织品精纺）
1990	英美烟草联合公司（BAT）（烟草、零售业、造纸、金融服务）	阿尔古斯公司（Argus）（零售商）
1990	英美烟草联合公司（BAT）（同上）	维真斯·提波·阿普雷登公司（Wiggins Teape Appleton）（纸浆与造纸）
1991	瑞卡尔电子公司（Racal Electronics）（通信、大哥大、证券系统）	瑞卡尔电信公司（Racal Telecom）（大哥大）
1992	瑞卡尔电子公司（Racal Electronics）（同上）	查布集团公司（Chubb）（证券系统）
1993	帝国化学工业公司（ICI）（炸药、化工、材料、药品、农用化学品与特殊化学品）	泽奈卡公司（Zeneca）（药品、农用化学品与特殊化学品）
1994	皮尔森公司（Pearson）（中介、娱乐业、瓷器）	皇家道尔顿公司（Royal Doulton）（瓷器）

在一些案例中，如皮尔森公司（Pearson）公司决定分设皇家道尔顿（Royal Doulton）公司那样，以产易股子公司的不良业绩以及调整过的战略重点导致了分设。分设的一个重要原

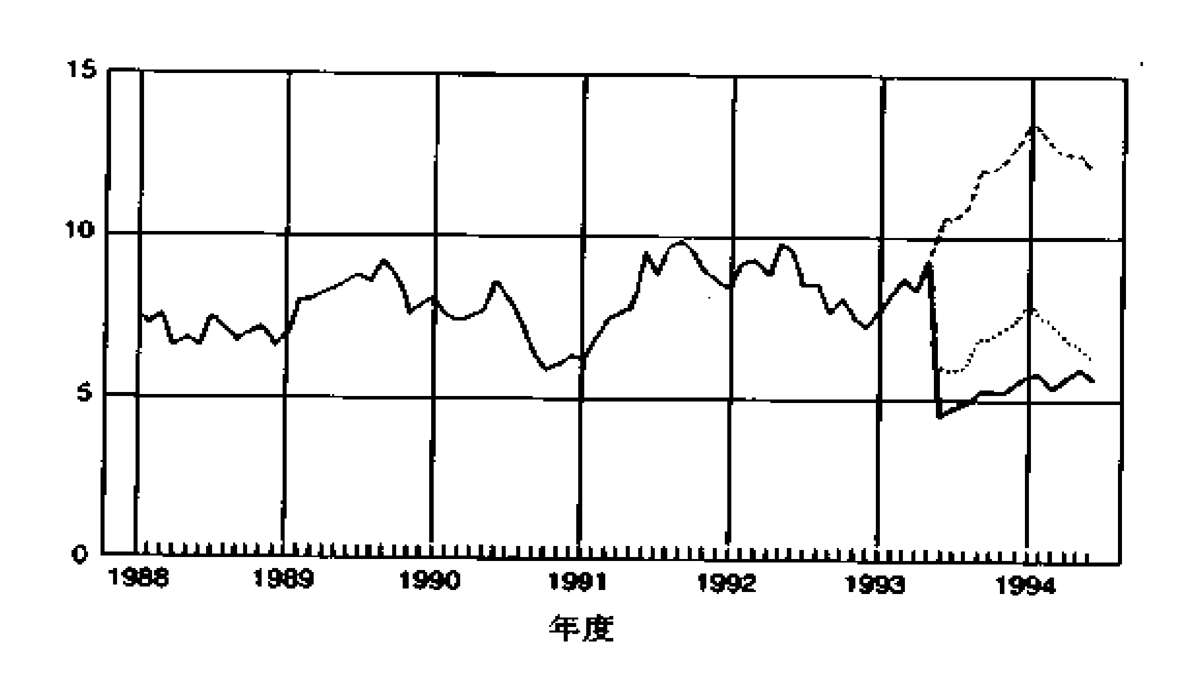
因是，它给被分设部门的管理层以较大的自由度和集约性。根据考尔陶兹（Courtauds）公司董事长克里斯托弗·霍格爵士（Sir Christopher Hogg）的观点，这种分设激发了分立公司管理者的巨大能量。如果上述分设的合理性是确切无疑的，那么几家被分设公司的合计市值必然大于分设前的母公司。例如，在分设前的1990年3月，考尔陶兹公司的资本化价值为10.25亿英镑。在两家分设后公司股票交易的第一天，考尔陶兹公司与考尔陶兹纺织公司的市值分别为12.41亿英镑与2.48亿英镑，两家公司的合计溢价为4.64亿英镑。ICI公司与泽奈卡（Zeneca）公司的分设对市值的影响可以参见图15－1。我们看到，分设后两家公司的合计市值高于ICI公司分设前的独家市值。

分设的结构与纳税关系：

分设涉及到新公司对母公司股东的股票分派。被分设公司股东的持股比例似乎反映了两家公司的资产比例或价值。在考尔陶兹公司的案例中，股东们可按每4股母公司的股票兑1股考尔陶兹纺织公司的股票。根据ICI公司的分设，股东们得到了每1股ICI公司的股票兑1股泽奈卡公司的的股票。资产与负债的分摊通常是一个复杂的过程，并且将影响到被分设公司的股票市值。例如，被分设公司负担过多的母公司债务，那么它可能被视为多风险的公司，并有可能因此被过低估价。

在英国，《1980年金融法案》使得分设在没有很重纳税罚金的情况下更加容易施行。该法案提出，分设不被《国内税收》（Inland Revenue）认为是一种避税策划。由于分设导致股票分派给母公司的股东，所以这种分设必须认真策划双方公司

与股东的免税协议的合格条件。



——ICI　……泽奈卡　----ICI"集团"

资料来源：数据流国际(Datastream International)公司。

图 15-1　分设对 ICI 集团股东价值的影响

在股票分派上，税收上的好处以递延公司收益税及免除预交公司税的形式体现。但是证明分设是否合理必须以真正的商业收益为标准。考尔陶兹公司的分设案说明了构建一个免税分设中的问题。(见案例研究 15-1)。

(3)**股权划出**

股权划出与以产易股类似，但是在发行证券的子公司中，仅把少量的股票提供给股民。因此，股权划出是部分的分设。对于分设公司来说，股权划出的优点在于，可以通过发行证券得到现金。此外，股权划出可以测定新设子公司的市值。然而，如果减资使母公司的持股降到 75% 以下，那么母公司要

失去一些对子公司的控制，并有可能停止集团公司的纳税减免。母公司通过特殊决议案的能力也要受到限制。因而母公司要继续保留多数的股权控制，但是少数股份不可能对投资者产生吸引力。

案例研究 15-1　分设引起了考尔陶兹公司的纳税问题

《国内税收》对分设提案的最初反应是怀疑。其主要困难在于公司的6 000万英镑不符合先进公司税（ACT）。公司海外销售收入的75%是由化学制品业务创造的，而纺织品业务在英国本土据主导地位。由于纺织品业务比重过大，不符合预交公司税，因而要减少两家公司的将来的优惠纳税义务。考尔陶兹公司试图将预交公司税分类，即4 000万英镑为纺织品以及2 000万英镑为化学品，但是《国内税收》不接受这种分类。

资料来源：《金融时报》，1990年11月12日。

3. 管理层收购

在管理层收购（MBO）中，母公司把事业部或子公司出售给现任的管理层，或者一家民营公司被现任的管理层所收购。在管理层购入（MBI）中，新的管理班子取代了现任的管理层。在国有上市公司被其管理层收购的情况下，该公司被认为是“民营化”，因为它已被停止上市。表 15-3 表明，近些年来，MBO 与 MBI 在英国的收购中占据重要地位，总计大约为全部收购的 11%。

MBO起因于许多不同的来源。其中最重要的来源就是通过拥有子公司的英国和外国母公司的分拆。民营、家族拥有的公司也经常卖给这些管理者。破产接管中的公司或者这些公司的部门也按 MBO 形式被其管理者所收购。民营化交易的数量很小。在表 15－4 中提供了 1993/4 年期间 MBO 的来源。

表 15－3　管理层收购（MBO）与购入（MBI）占全部收购的比重

年度	MBO/MBI 的数量	总值(百万英镑)	占全部收购[①]的%
1994[②]	243	1 676	10.5
1993	252	1 832	7.5
1992	339	2 302	10.9
1991	340	2 087	10.8
1990	383	2 352	8.5
1989	361	5 761	12.6
1988	297	4 263	11.3
1987	290	3 007	10.9

①　全部收购包括独立公司的收购与分拆。

②　该年度只包括 9 个月的数据。

资料来源：《收购月刊》，MBO 增刊，1994 年 10 月。

表 15－4　1993/4 年期间管理层收购的来源

来源	数量	价值（百万英镑）
公司分拆	192	1 614
私有公司	93	226
破产接管	18	117
民营化	4	65
其它	5	138

资料来源：《收购月刊》，MBO 增刊，1994 年 10 月。

作为MBO来源之一的破产接管显然与经济状况有关，并且在经济衰退中发挥着很重要的作用。在衰退时期的分拆趋向于保守态势，并且被合理化改革和削减成本所驱动，而在繁荣时期战略重组可以引发较多的分拆。

（1）MBO的管理动机

管理者要在母公司的指导和控制下行事，是什么促使他们成为企业的所有者呢？由莱特等人（Wright *et al*，1991年）做的一项关于MBO的调查揭示了许多原因，其中最重要的是希望管理自己的企业。按其重要性排序，MBO的管理动机如下：

- 有机会管理自己的企业。
- 长期忠实于公司。
- 较好的财务收益。
- 有机会开发自己的才能。
- 没有总部的约束。
- 担心自己成为多余的人。
- 在做出预期收购之后担心出现新的占有者。

由集团总部施加的财务与投资的限制很有可能导致经营业务上的开发不足，并且可能导致在事业部经理层中产生灰心丧气的情绪。

（2）MBO的结构

由于管理者们没有财源去收购其自身的公司，所以MBO的财务结构依赖于专项资金提供机构与银行的资金供应。管理层可提供一小部分股权。从事MBO融资的专门机构，如风险资本公司会提供另外的股权。此外，资金也可以通过借贷筹

集。这种借款分为两种类型：先偿借款与中间层借款。

在MBO中，还可以通过职工入股计划（ESOP）的形式向职工发售股权。用于通过职工入股计划购买本公司股票的好处在于其产生的毛利可免交公司税。此外，职工入股计划可以借贷买股，公司因此而得的毛利在后来可用于支付利息及偿还借款。因此，职工入股计划是筹集资金进行股权融资的一种有效的免税方法。

先偿借款要优先付息还本。如果它是定期贷款，就要提供担保并提前确定偿付的日期。这种贷款利率通常是边际浮动利率，要高于伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）2%～3%。有些先偿借款可能是短期贷款。中间层借款按名取意指的是，在付息还本方面要比先偿借款的层次低或者是级别低。因此，中间层借款没有担保，并且更具风险。两种借款的偿还都优先于股权。

中间层融资者经常采用优先股、可转换债券或可转换优先股的形式。在英国，一些公司专门从事中间层或中介性的融资业务。其利率通常比LIBOR高4%～5%。对于先偿与中间层两种贷款来说，其利率的边际要依赖于利率的总水平，依赖于对借款的需求量及银行间的相互竞争。

机构股权提供者通过MBO出手时的变现收益得到他们的盈利。出手是从事MBO投资的变现过程。股权投资者可能期待着25%～30%的内部收益率（IRR）。这种收益再一次地依赖于MBO的风险程度、对资金的需求量、机构股权提供者之间的竞争，以及把握出手的机会。案例研究15-2提供了这种融资结构的实例。

在大笔交易中，机构股权与债务提供数量的大量增加是作为一种分散风险的机制。对于先偿借款的债权人来说，中间层债务与股权应提供现金。在案例研究 15－2 中，1 150 万英镑的先偿借款是以 1 185 万英镑的股权和中间层借款为支撑的。然而，中间层借款越大，现金外流就越大；付息后留存收益越小，其最终的净值也就越小。因此，先偿债权人会担心过多的中间层借款，尽管它排在先偿借款之后。

中间层借款的贷款人经常要求“股权酬报”（equity kicker）或者是“奖励股票”（sweetener）以补偿他们所遇到的高风险。股权酬报就是股权的认购凭证（equity warrant），它能够使中间层借款的债权人通过购股证来分担 MBO 潜在的风险，并且能够接收公司的股票。在不限量发行上述各种证券之后仍有融资缺口的情况下，有时卖主会同意填补这些缺口。卖主融资可采用无担保贷款票据、优先股或者可换股证券的形式。卖主融资也可以向管理层显示他的商誉。在 MBO 与以前母公司保持一些交易往来的情况下，卖主融资可以稳固这样的往来。

案例研究 15－2　1991 年对 DRG 岩石用料公司的 MBO 进行融资

1989 年，DRG 上市公司（DRG plc）的管理层班子收购了 DRG 岩石用料股份有限公司（DRG Litho Supplies Ltd），这是在与彭布理治投资（Pembridge Investments）公司进行竞价中接收过来的。为了收购 DRG 公司而成立了一家新公司，即 L. S. 控股公司。其总计融资需求如下：

支付给卖方的价格		2 070 万英镑
流动资本		165
费用		100
		2 335 万英镑
上述资金来源于：		
管理层股权		50 万英镑
机　　构：	股本金	735
	中间层借款	400
先偿借款：	定期贷款	700
	透支与短期贷款	450
		2 335 万英镑

资料来源：恩斯特与扬（Ernst & Yong，1991 年），《MBO 指南》。

（3）棘轮推动作用

在过去，MBO 为管理层建立了某种激励机制，以便使收购后达到或超过协议的业绩水平。众所周知，这样的激励机制就是棘轮推动作用。涉及目标公司的棘轮推动作用基于以下三种类型：

●利润水平。

●出手时机。

●债务偿付。

当与目标公司打交道时，头两个棘轮推动作用增加了管理层可得到的股权的总量与比重。如果 MBO 产生了很高水平的现金流量，最后一个棘轮推动作用允许减少先偿借款的边际利

息。马林逊－邓尼（Mallinson－Denny）公司的MBO说明了棘轮推动作用的运作（见案例研究15－3）。

尽管棘轮推动作用作为一种激励机制具有概念上的吸引力，但在实际中会遇到一些问题。第一，与利润相关的棘轮推动作用要求具备一系列计量利润规则。但管理层与资本提供者可能不同意按照这些规则的解释。第二，管理层可能实行增加短期利润的权宜政策，但是却有害于公司的长期发展前景，如削减研究与开发费用等。第三，出手的时机要按照投资的时机而定，而且可能被迫不合时机地出手。

根据机构投资者和债权人的观点，由于管理层的权益股票依赖于公司的未来业绩，所以棘轮推动作用导致要减少评价失误。在这种意义上说，棘轮推动作用类似于我们在十一章中讨论过的获利。机构投资者和债权人双方都力求缓解信息不对称和评价不准确的问题。

案例研究15－3　马林逊－邓尼公司的棘轮推动作用的效果

1985年马林逊－邓尼公司被管理层收购，并且做出融资如下：

管理层的股权：	
1普通股＝1英镑	120万英镑
机构的股权：	
可转换可赎回优先普通股	600
（CRPO：Convertible redeemable preferred ordinary shares）	
累积可赎回优先股	1 560

先偿定期贷款＋短期借款＋担保费　　7 050

9 330万英镑

如果到1988年前3年的合并利润少于1 360万英镑，那么CRPO的转换条件是，CRPO的持有者将拥有83.3%的公司股权，反之，假定合并利润为2600万英镑，那么CRPO持有者的股权将降为65%。因此，管理层的权益股票与利润的实现相关联。

资料来源：《管理层收购指南》(Guide to Management Buy-outs)，经济学家出版社，1989年：168-71。

(4) 出手

对机构投资者和管理层的投资进行变现，有一些可供选择的方法。这些方法是：在股市上发行证券、交易出售、第二次收购、股票回购，或如果MBO失败，就要进行破产接管。在这些方法中，交易出售伴随着发行证券是最流行的方法。在80年代初期，当时10%的管理层收购是发行证券，15%是出售给其它的公司〔霍尔登(Houlden)，1990年〕。在1985～1990年期间，有240例管理层收购出售给了其它集团公司，相比之下发行证券的只有145例（莱特等人，1991年)。1987年股市暴跌之后，发行证券变得更加困难。

出手需谨慎行事，以便能使管理层和投资者的收益达到最大化。出售的时机是一项重要的决策，而且也要确定出手的方式。股市处于熊市阶段时，发行证券显然不是最佳的选择。由于投资者的出手要形成他们的收益，并且要允许他们对其它的MBO机会进行融资。所以，出手的策略可能会引起管理层与

投资者之间的利益冲突。另一方面，发行证券可能使管理层受到来自股市的不必要的压力。然而，出手可以使管理层变现他们的投资。

股权投资者与债权人之间也存在着利益冲突，这是由于贷款人不愿意按照有效的交易过早地出手。所以一些先偿借款的债权人要求较早地支付费用，或者要求有一种股权酬报方式的激励机制。

(5) 管理层购入

管理层购入（MBI）要求机构投资者做新管理班子接管目标公司的出资者。该管理班子出售提供股权激励机制的权益股份。由于新管理班子不熟悉目标公司及其组织机构与文化，所以，MBI 可能一开始就比 MBO 更具有冒险性。然而，在过去任职的管理层业绩平平，而具有远见卓识的新管理班子的战略和经验是有效的情况下，MBI 对于机构出资人来说是一种有吸引力的选择。案例研究 15－4 举例说明了 MBI。

对于机构出资人来说，管理层才能的集中是 MBI 的基础。像 3i 公司这样的机构曾记载下了一个超过 200 个即将购入者的记录。这些管理者必须从外面对目标公司进行估价。购入后，他们经常发现公司内部有许多丑事。此外，卖主对领导收购的现任管理层来说可能更为偏爱。为了克服 MBI 相对于 MBO 的问题，许多机构投资者现在愿意把两种方式合并使用。这种合并的一种变形被称为“购入的管理层收购”（BIMBO：Buy－in management buyout)。另一变形是“管理层总裁收购”(CHIMBO：Chairman in management buyout)。这些都是寻求两个词的最佳合成。在现任的和将来的管理者形成优势互补的

情况下，合并的管理班子将极有可能拥有更大的内聚力和信任度。

案例研究 15－4　BP 营养品公司的管理层购入

1993 年 5 月，BP 营养品（BP Nutrition Products）公司的消费品事业部通过 MBI，以 2.73 亿英镑的成交值被收购下来。该消费品事业部是一家拥有自己商标的家用洗涤剂、除垢剂以及个人保健品的主要供货商。赢得了收购托管的法律与通用风险（Legal and General Ventures，简称 LG）公司使管理班子合并到一起。新公司所作的融资有：1.15 亿英镑的机构股权、1.15 亿英镑的先偿借款、3 000 万英镑的中间层借款、1 200 万英镑的先偿流动资金贷款。成交之后，进行投资的管理层成为具有 10％权益股份的股东。

LG 公司邀请 RHM 食品加工（RHM food manufacturer）公司前事业部经理米查尔·汉德雷 （Michael Handley）先生出任新公司的管理董事。此外，一家重要的国际食品公司与饮料公司 — 大都会（Grand Metropolitan）公司的总裁兼总经理阿伦·谢帕尔德爵士 （Sir Allen Sheppard）被说服出任 BH 营养品事业部要求设立的新公司的非执行总裁。LG 公司认为，由于调配了可靠的管理班子，才使其托管赢得了“荣耀”。

资料来源：《金融时报》，MBO 调查，1993 年 12 月 8 日。

（6）MBO 的业绩

MBO 的业绩可在短期和长期内进行评估。莱特与科伊内（Wright and Coyne，1985 年）根据到 1983 年为止的 111 例

MBO 的研究发现，这些案例显示出改善了盈利能力、交易关系、以及现金与信用控制系统等，还有新产品开发的证据。汤普森等人（Thompson *et al*.，1989 年）研究了 1983～1986 年期间的 182 例 MBO，他们发现这些案例支持上述的结论。大多数记者在他们的调查中评价，那些 MBO 的交易利润和销售额比它们经营计划中的预测更好。

在较长的期间内，也有一些关于 MBO 业绩证据不同的评价。霍尔登（Houlton，1990 年）发现，在 MBO 之后的头三年期间，公司在资本收益与销售收益方面的业绩是良好的，但是在随后的三年中，公司的业绩是下降的。然而，3i 风险资本公司否认这种结论，该公司认为 MBO 的投资组合好于其它公司所进行的投资（莱特等人，1993 年）。

MBI 的业绩也是有争议的。莱特等人（1993 年）最近在对 58 例购入民营公司所做的一项调查报告发现，MBI 做出的重组比 MBO 更多。在 53% 的案例中，经营利润低于预测利润。MBI 所面临的最严峻的问题就是融资的成本，以及发现了始料不及的问题。然而，BIMBO 的表现是比较成功的。在 3i 公司支持的有关 300 例 MBI 的近期研究中，该公司认为，BIMBO 从 1990 年占少于 25% 的 MBI 交易量增加到 1993 年的 50%。这一研究（3i 公司，1994 年）意味着，BIMBO 比纯粹的 MBI 更加有效，这是由于参与收购的现职管理层给将出任的管理层提供了更为可靠的信息，而且留任参与管理班子的现职管理者能分派到一些股权，因而可以较好地发挥其能动作用。

4. 美国的分拆

近些年来，美国经历了大规模的重组。这种重组采用了兼并、收购与分拆的形式。在80年代，分拆大约占全部收购与兼并的35%～40%。分拆通过各种方式表现了自己，其中包括：公司出售、以产易股、股权划出、MBO与MBI。其中有许多方式起源于以前的收购。在一些案例中，分拆起因于“破裂的”收购，在这种收购中，分离目标公司是收购者价值创造的一种战略。

分拆的起因与驱动英国分拆的原因类似。在美国也有被反托拉斯当局强迫进行非自愿分拆的一些案例。电信业的巨人——美国电报电话（AT&T）公司分裂成为若干“小贝尔”（Baby Bell）公司就是这种非自愿分拆的一个实例。一些不同类型自愿分拆的经验性研究表明，这些分拆为分拆公司的股东创造了价值。

如同表15－5所显示的那样，公司出售公告对分拆公司股东财产的影响总的来说是积极的和有效的。因此，这说明股市欢迎分拆。一个公司的以产易股决策类似于一种协议。米勒斯与罗森费尔德（Miles and Rosenfeld，1983年）在1963～1980年期间的59例以产易股的研究中发现，股市对以产易股公告的反应是积极有效的。根据希特与维萨伊彭斯（Hite and Vetsuypens，1989年）151例分拆的研究，当分拆采取MBO形式时，股东并没有损失，反而真正地获得了利益。

表 15－5　关于出售公告的反常收益① (AR)

研究者	年度	实例	事件窗(天②)	%AR
林与罗泽夫(Linn and Rozeff)	1984	77	(－1,0)	1.45
简③(Jain)	1985	1064	(0)	0.09
科林(Klein)	1986	202	(－2,0)	1.12
希特等人(Hite *et al.*)	1987	55	(－1,0)	1.66
希斯采等人(Hirschey *et al.*)	1990	170	(－1,0)	1.46

① 见 13 章关于反常收购收益方法。

② 公告日当天为 0。

③ 除了简以外所有的 AR (反常收益) 都是按照 5%水平的有效统计数据。

(1) 美国的杠杆收购

表示 80 年代兼并与收购领域特性的一种特殊的收购类型就是杠杆收购 (LBO)。按名索意，LBO 是一种依靠高度负债融资的收购，这些债务包括银行借款或者证券化负债 (即债券)。当然，这样的表述也适合我们以上描述的许多 MBO。的确，1989 年英国的许多 MBO 的债务与股权融资比率为 6:1。因此，MBO 是一种特殊类型的 LBO。在其它类型中，如科尔勃格·克拉维斯·罗伯兹 (Kohlberg Kravis Robert，简称 KKR) 投资公司筹集股权集合基金，充当收购的发起人，协议所需的融资以及做出收购要约。

在 1987 年杠杆收购全盛期，LBO 占全部收购数量的 7%，以及价值的 21%。LBO 的结构与 MBO 非常近似，也具有先偿债务、后偿债务与股权。收购之后，有些 LBO 依靠目标公司的分拆以降低较高的财务杠杆。适合使用 LBO 的目标公司要拥有稳定的现金流量、缩小成本的范围、降低财务传动作用、卓有成效的管理以及分散的非核心业务，在此基础上目标公司

才可以通过分拆筹集现金和偿还债务。

LBO 股东的收益通常都很高。迪安格罗与迪安格罗（DeAngelo and DeAngelo，1986 年）在他们关于 72 例民营化 LBO 的研究中发现，目标公司的平均溢价为 56%。希特与维萨伊彭斯（1989 年）也提供了有关证据，即杠杆 MBO 使分拆公司的股东获得了实惠的收益。

在对收购收益来源进行了广泛研究之后，卡普兰（Kaplan，1989 年）发现，在收购的头两年，MBO 扩大了公司的经营范围与收益，并削减了存货与资本支出。他也发现，LBO 的应税收益有所提高，但这些应税收益主要是目标公司股东或分拆公司股东股利的自然增长。

(2) 垃圾债券与 LBO

80 年代也经历过使用“垃圾债券”（junk bonds）对 LBO 进行融资。垃圾债券是一种公司债券，穆迪（Moody）或标准普尔（S&P）等评级机构没有对这些债券进行投资级别的评定。由于所以这些债券被认为风险很大，一些信用机构限制使用垃圾债券进行融资，这正是其名为“垃圾债券”（JB）的原因。这些债券另有一个比较高雅的名字为高收益债券（high-yield bonds）。JB 不是 80 年代的创造发明，但在当时它们被用来进行公司收购，特别是进行敌意的收购。70 年代，JB 占每年全部公司债券发行总量的 4%；到了 1982 年，这一比重上升到了 6%；1985 年则达到了 15%，或者是 150 亿美元〔广汉（Gaughan），1991 年〕。

JB 的增长有若干原因：

●由于没有二级市场，以及强制借贷方签订负有法律义务

的契约，从而导致私募债券的下降。

●能够对造市者（market－maker）紧急情况进行处理的德雷塞尔·伯恩汉姆·兰伯特（Drexel，Burnham and Lambert，简称DBL）公司给JB市场提供了流动性。

●对迅速增长的收购活动进行融资的资金需求。

JB最早的使用者是T．布恩·皮肯斯（T．Boone Pickens），他曾筹集过JB资金对海湾石油（Gulf Oil）公司进行敌意的收购。他的美萨石油（Mesa petroleum）公司是一个比较小的公司，然而由于JB资金的效力，这家公司可以对海湾石油公司进行放肆地收购出价。历史上最引人注目的LBO就是以令人惊愕的250亿美元收购了一个食品与烟草业的巨人，RJR纳比斯科（RJR Nabisco）公司。面对由总经理罗斯·约翰逊（Loss Johnson）进行的MBO，KKR公司特意安排了这一LBO。在民营化的MBO中，存在着最高管理层与股东之间的利益冲突，因而这类的MBO遇到了相当大的麻烦。KKR公司对LBO的融资方式是，一部分使用贷款票据，随后又发行了JB。

JB的使用引起了许多美国公司的财务传动作用，并导致了一些引人注目的破产。此外，DBL公司的高层经理层由于内幕交易、欺诈行为和敲诈行为而被指控和判罪。这些人中最臭名昭著的就是“垃圾大王”米查尔·米尔肯（Michael Milken）。随着米查尔·米尔肯及其同伙的垮台，DBL公司的命运则是被出售与破产。

在DBL公司的实力达到顶峰时期，该公司曾企图将其垃圾信条扩散到欧洲。1989年，DBL公司以2亿英镑建立了投

资于JB的第一布里塔尼亚（First Britania）基金。然而，这一时的狂热并没有在英国蔓延开来，尽管英国也曾有过一些非常草率的LBO实例，例如伦德斯国道（Lowndes Queensway）公司，以及磁体与通道（Magnet and Gateway）公司。虽然垃圾债券戏剧般的发展体现了它们的时髦，然而最近看来JB出现了出人意料的反弹，并出现了一些新参与的美国对手（《金融时报》，1993年6月17日）。

5．欧洲的分拆

如表15－6所示，近年来分拆特别是MBO与MBI已成为欧洲大陆国家公司重组的组成部分。但是各国在分拆活动的水平上各有所异。

一个国家MBO活动的强度依赖于许多因素：

●公司、家族公司以及政府民营化计划对分拆的支持。

●公司的财务基础，这些机构包括风险资本基金，以及法律与会计服务等。

●家族所有公司的集中与传统上对使用机构融资的抵制。

●公司财务与会计信息的质量。

●不愿支付用于外部审计的应付费用。

●小型与非流动的股市限制了所发行证券的出手。

●法律上限制融资性收购使用目标公司的财源。

表 15－6　1980～1989 年期间欧洲的各种收购活动

国家	数量	总值（百万美元）
英国	2 992	12 334
法国	430	1 358
瑞典	127	1 332
德国	111	654
意大利	53	523
荷兰	245	310
丹麦	63	226
比利时	40	113
芬兰	52	107
瑞士	46	107
西班牙	35	85
奥地利	15	69
爱尔兰	131	34
挪威	29	11

资料来源：莱特等人，1993 年。

机构对某种出手形式的选择提供了一个关于 MBO 方式国别差异的实例〔莱特与罗比（Wright and Robbie），《收购月刊》，欧洲 MBO 的采用，1993 年〕。在英国、法国、荷兰和瑞典的三种最流行的出手方法如下：

英国：交易出售、发行证券、第二次 MBO。

法国：全部交易出售、部分交易出售、第二次 MBO。

荷兰：交易出售、出售给其他投资者、股票回购。

瑞典：发行证券、交易出售、出售给财务投资者。

在法国、意大利和西班牙，MBO 最重要的来源是家族或民营公司。这些卖主愿意保证管理层的连续性，希望保留他们

所建立的公司，也乐于奖励那些忠于他们的在职管理层。在德国、荷兰和北欧国家，公司的分拆是 MBO 的主要来源（莱特等人，1993 年）。尽管在英国之后法国是民营化最积极的倡导者，但民营化交易在欧洲大陆仍然非常罕见。

尽管从伦敦到欧洲大陆都有许多风险资本公司和中间层借款提供机构在进行跨国收购活动，公司融资基础机构的发展仍比较缓慢。由于增强了公司法与会计规则之间的和谐，欧洲大陆公司对 MBO 效果的估价变得更加明晰和容易。有关承认股东利益的趋向以及促使股价最大化的文化也会成为公司政策的一个重要目标。这一政策好像又一次地增加了股市的重要作用，并减少了出手的不确定性。

6. 小　结

这一章介绍了公司的分拆。考察了分拆背后的动机，分析了分拆公司与以前所进行收购之间的关系。描述了分拆可能采用的各种形式，讨论了它们的特征。论述了分拆对分拆公司股东财产的影响，引证了支持正面影响的经验性证据。说明了分拆是一种日益增长着的国际现象。着重提供了美国与欧洲大陆分拆与英国分拆经验的对比。

参 考 文 献

[1] Afshar, K, R. J. Taffler and P. S. Sudarsanam (1992) 'The effect of corporate divestments on shareholder wealth: the UK experience',

Journal of Banking and Finance, **16**, 115 – 35.

[2] DeAngelo, H. and L. DeAngelo (1986) 'Going Private: the effects of a change in ownership structure', in J. M. Stern and D. H. Chew (eds.), *The Revolution in Corporate Finance*, Blackwell.

[3] Gaughan, P. A. (1991) *Mergers and Acquisitions*, Harper Collins.

[4] Hirschey, M., M. B. Slovin and J. K. Zaima (1990) 'Bank debt, insider trading and the return to corporate sell – offs', *Journal of Banking and Finance*, **14**, 85 – 98.

[5] Hite, G., J. E. Owers and R. C. Rogers (1987) 'The market for interfirm asset sales: patrial sell – offs and total liquidations', *Journal of Financial Economics*, **18**, 229 – 52.

[6] Hite, G. and M. Vetsuypens (1989) 'Management buyouts of divisions and shareholder wealth', *Journal of Finance*, **44**, 4, 953 – 70.

[7] Houlden, B. (1990) 'Buy – outs and beyond: motivations, strategies and ownership changes', *Long Range Planning*, **23**, 4, 73 – 7.

[8] Jain, P. C. (1985) 'The effect of voluntary sell – off announcements on shareholder wealth', *Journal of Finance*, **40**, 1, 209 – 24.

[9] Kaplan, S. (1989) 'The effects of management buy – outs on operating performance and value', *Journal of Financial Economics*, **24**, 217 – 54.

[10] Klein, A. (1986) 'The timing and substance of divestiture announcements: individual, simultaneous and cumulative effects', *Journal of Finance*, **41**, 3, 685 – 97.

[11] Linn, S. C. and M. S. Rozeff (1984) 'The corporate sell – off', *Midland Corporate Finance Journal*, 2, 2, 17 – 26.

[12] Miles, J. and J. Rosenfeld (1983) 'The effect of voluntary spin –

off announce - ments on shareholder wealth', *Journal of Finance*, 38, 5, 1597 - 606.

[13] Thompson, S., M. Wright and K. Robbie (1989) 'Buy - outs, debt and efficiency', *Journal of Applied Corporate Finance*, 2, 1, 76 - 85.

[14] 3i (1994) *The Changing Face of Management Buy - ins*, 3i Group plc, London.

[15] Wright, M. and J. Coyne (1985) *Management Buy - outs*, Groom Helm.

[16] Wright, M., B. Chiplin and S. Thompson (1993) 'The market for corporate control, divestments and buyouts', in M. Bishop and J. Kay (eds.), *European Mergers and Merger Policy*, Oxford University Press.

[17] Wright, M., S. Thompson, B. Chiplin and K. Robbie (1991) *Buy - ins and Buy - outs*, Graham & Trotman.

十六、跨国收购

近年来，由外国公司所进行收购的数量增长很大。这种跨国收购（CBAs：cross－border acquisitions）被各种战略构想所驱动，这些战略设想通常不同于那些完全在国内进行的收购。跨国收购的方式不是国内收购方式的直接扩展。由于收购公司与目标公司国家之间在政治与经济环境、公司组织、文化、传统、税法、法律、会计规则上存在着很多差异，所以跨国收购变得更加复杂。

收购公司在研究、实施和管理海外收购时，必须重视这些差异。初看起来，跨国收购超常的复杂性使得收购公司特别容易失败，但并非总是如此。在这一章，我们考察了跨国收购的背后动机，不同国家中政治与经济环境的差异及其对跨国收购的影响，协商外国收购中的问题，以及进行有效收购后的管理障碍。

这一章提供了一些关于跨国收购成功的调查证据，以及关于由成功的海外收购公司所采用的方法的调查证据。根据这些证据，我们综合阐述了这些似乎有助于成功收购的因素。其中一些因素对于某些有关国内的收购具有普遍意义，但是还有一些因素对于跨国收购有着特别重要的意义。

1. 选择海外扩张战略

在一个公司发现用自己的产品或服务贸易打入海外市场的有利时机的情况下，收购并不是达到这种目的的唯一工具。该公司有如下选择：

- 从国内出口到海外市场。
- 许可一家海外公司生产这种商品。
- 向海外进行生产设备的新兴开发区投资。
- 收购或兼并。
- 合资经营或其它战略联盟。

这些可选用的方法给公司带来不同的成本、收益和风险，而且必须通过对此权衡做出选择。本书涉及到进入外国市场的后两种模式，而且本章讨论的是收购与兼并，十七章论述的是战略联盟。

2. 跨国收购的最近趋势

近几年表明，跨国收购与兼并、少数股权与合资经营异军突起。欧共体国家的公司用于跨国收购的经费1984年为90亿美元，1989年为640亿美元，1991年为300亿美元。在上述相同的年度，美国公司用于跨国收购的经费分别为26亿美元、232亿美元与73亿美元。日本公司则花费了2亿美元、147亿美元和37亿美元。因此，1989年出现了跨国收购的最高峰。正如表16-1在1991～1993年期间所展示的那样，在1991年

的低潮之后，除了日本之外这些收购卷土重来呈现出上升的趋势。1992年全球的跨国收购总计为754亿美元，1993年为624亿美元。因此，跨国收购出现了资本与公司管理在世界范围的大规模转移。

1991～1993年，美国是公司的净出售者。英国也如此。法国以145亿美元的净收购额成为所有国家中最积极的收购者。德国与荷兰也是净收购者，但收购规模较小。欧共体国家的公司在总体上是50亿美元的边际净收购者，而其余的欧洲国家却是净出售者。在1991～1993年期间，日本在跨国收购中所起的作用很小。以下会讨论日本人低调行动的原因。

表16－1　1991～1993年的跨国收购

国家或地区	收购（百万美元）			出售（百万美元）		
	1991年	1992年	1993年	1991年	1992年	1993年
美国	7 267	14 455	15 309	17 926	10 396	18 651
英国	5 909	6 085	13 456	9 181	15 078	7 053
德国	4 679	4 106	3 249	2 666	6 742	1 779
法国	11 375	10 331	5 926	2 618	6 678	3 842
荷兰	3 754	1 397	5 738	1 331	5 129	4 238
所有欧共体国家	30 456	31 555	32 616	22 152	42 351	23 052
欧洲其余国家	4 067	5 290	2 794	3 326	6 416	7 403
日本	3 596	4 263	558	84	309	81

资料来源：KPMG（1994年）。

跨国收购固然有各公司的特殊动机，但也有着巨大的经济力量，这些经济力量形成了众所瞩目的跨国收购的推动趋势。这些经济力量包括以下几点：

●由 1992 年开始的单一市场为代表的欧共体经济的一体化。

●由于消费者需求、偏好与品味的趋同化，导致多种产品市场的全球化。

●竞争的加剧使得公司在某些市场中的竞争具有全球化的性质。

●技术的迅猛发展建立在大量投资于研究与开发、设计、制造与销售的基础上。为了补偿这些成本，公司必须尽可能地向最大的市场销售，这意味着市场的全球化。

●容易为收购筹集资金以及金融市场中的创新，如垃圾债券（见第十一章和第十五章）。

●国有企业的私有化使其成为外国收购公司的目标，正如在前东德所发生的那样。

这些经济压力也导致了许多产业的重组。正如对目前欧共体保险业收购与美国制药业收购所举例说明的那样（见案例研究 16－1），跨国收购在这种产业重组中发挥了作用。

案例研究 16－1　产业重组与收购

1994 年 6 月，英国商业联盟(Commercial Union) 公司用 14.6亿英镑收购了法国维克托伊莱集团(Groupe Victoire) 保险公司。这一收购在被单一欧洲市场驱动的保险业的一系列跨国兼并中处于领先地位。1992 年，允许保险公司以单一的许可证在欧共体国家中经营的欧共体规则开始生效，并引发了收购运动。

由于药品公司的利润受到来自政府的压力，所以雇主和保

险公司决定降低成本。克林顿总统的保健改革的目的是在美国减少保健费用。此外，有一种未注册药品替代已注册药品的趋势。开发成本也在逐步上升。为了对抗这种压力，许多公司求助于兼并作为分摊成本以及增强他们与收购公司面对面谈判实力的手段。瑞典的罗奇(Roche)公司用53亿美元收购了美国的辛泰克斯(Syntex)药品公司。史密斯·克林·比查姆 (Smith Kline Beecham)英美合资公司用23亿美元收购了美国综合药品服务(American Diversified Pharmaceutical Services)公司。

资料来源：《卫报》，1994年6月11日；《金融时报》，1994年5月4日。

一些产业在跨国收购上经历过比其它产业更多的动荡。产业收购活动的范围反应出该产业的竞争性质，如产品的生命周期、管制的变化、集中的现实水平以及技术的变化等。1991～1993年，化学制品与药品在跨国收购方面是最为活跃的行业，如表16－2所展示的那样。

表16－2　跨国收购在产业上的价值

（百万美元）

产　　业	1991年	1992年	1993年
化学制品与药品	5 934	5 284	12 337
食品、饮料与烟草	3 641	12 358	5 388
银行与金融	3 237	11 472	5 362
电气与电子	5 803	7 309	4 206
石油与天然气	2 406	7 093	3 960
保险	5 105	1 152	3 630
总计	49 730	75 382	64 242

资料来源：KPMG（1994年）。

3. 跨国收购的背后动机

公司进行的跨国收购有许多战略或策略上的原因：

●成长导向：摆脱国内小市场，扩大销售渠道，达到规模经济。

●利用进口：利用原材料以保证持续的供应，利用技术，利用最新的发明，利用廉价的劳动力。

●拓展独特优势：拓展公司的商标、声望、设计、生产与管理能力。

●防御：产品与市场的多样化以稳定利润，减少对出口的依赖性，回避国内政治与经济上的动荡，在外国竞争对手本土与其竞争，绕过东道国的贸易保护壁垒。

●满足客户的需求：由公司海外的子公司为国内的客户提供服务，如银行、财务公司等。

●把握时机：利用瞬息的优势，例如利用一次适宜的汇率可以进行廉价的外国收购。

收购公司的发起国是本国，被收购公司的所在国是东道国。许多像伊莱克多鲁克茨（Electrolux）公司的瑞典公司成为积极的跨国收购者，其原因之一是由于瑞典市场的规模比较狭小。像可口可乐与百事可乐这样的公司会利用它们独一无二的商标向海外扩张。为了获得技术或接近客户，一些公司在美国进行了收购。英国唐迪（Dowty）公司在美国的收购说明了这一事实（见案例研究 16－2）。

案例研究 16－2　唐迪公司在美国的收购

唐迪公司是一家国际高技术工程公司，它为航空航天、防御、海运和信息技术市场生产先进的系统和产品。在 1976 至 1987 年间，它以总计 1.08 亿美元收购了 4 家航空航天、电子和电信方面的美国公司。

唐迪公司在利用其美国收购公司的同时，也利用其它在美国和欧洲的每一个销售渠道交叉销售它自己和它子公司的产品。收购改善了公司的国际竞争力，增加了新产品，提供了单独接触飞机制造商波音公司的机会，而且在集团内部提高了技术水平并扩大了技术范围。此外，美国的子公司经常提供美国市场发展趋势和新动向的情报。作为收购的一种成果，即与美国达成合作协议并取得先进技术产品，这被认为在欧洲给公司带来较大的竞争优势。

资料来源：J. 哈米尔与 J. 克罗思比（J. Hamill and J. Crosbie），《收购月刊》，1989 年 10 月。

4. 收购障碍

如同我们在第十二章中所见，收购在不同的国家中面临着各种各样的障碍。不管收购公司是否是国内公司或者是外国公司，许多障碍都是同样的。在表 16－3 中列出了一些主要的障碍。在第十二章关于收购防御中讨论并举例说明了，目标公司为了限制收购要约设置了许多这样的障碍。在这些障碍的水平与有效性方面也存在着国别差异。

准，而且这种决定具有政治性。裁员结果的公布更加刺激了工会去号召罢工。因此，本凯瑟集团公司突然成为众人注目的中心，而且不得不向那些政治家游说实行裁员计划的是非曲直。这种对抗与危机的氛围与本凯瑟集团公司在德国的亲身经历截然不同，在德国处理类似问题时，工会与管理层之间的联系比较紧密。

资料来源：海格·西蒙年 （Haig Simonian），《金融时报》，1990 年 8 月 31 日。

可靠会计信息的缺乏阻碍了对目标公司的正确评估。在许多像西班牙与希腊这样的欧洲大陆国家中，会计帐目不可能对外公开。在这些国家中，他们不可能按照国际上采用的会计制度严格地制定帐目。此外，在像德国和日本之类的国家中，会计帐目是为满足纳税规则而制定的，而且可能具有隐瞒利润的倾向。在德国，也存在着对资产保守评估和违规评估的陈规陋习，这再一次地隐瞒了利润。

因此，在这些国家使用会计信息时，收购公司需要根据实际水平调整利润、资产和负债。尽管在欧洲共同体内部，许多基础会计规则已经调整过，但是在实际中会计信息在效用与质量上有着非常广泛的差异。T&N 公司在德国收购的案例说明了会计差异所造成的问题（见案例研究 16－4）。

案例研究 16－4　T&N 公司面对德国会计的复杂性

1993 年，英国的一家汽车零部件制造商 T&N 公司协议收购一家德国的同行业公司－ 高伊兹集团（Goetze Group，简

称 GG）公司。这一收购需要通过其英国股东们的准许，为此必须提供涉及 GG 公司前 3 年的会计报表。伦敦股票交易所（LSE）要求这种报表要符合英国或国际的会计标准。尽管 GG 公司的帐目是按照德国会计标准制定和审计的，但它们不完全符合伦敦股票交易所的要求。

在德国的会计帐目中，会计规则的主要差异包括加速折旧、存货评估未包括管理费用、所有经营租赁的处理、养老金的未设基金性质等等。这些差异如此之大使得 T&N 公司从伦敦股票交易所那里得到的是弃权态度，而且警告 T&N 公司的股东们说，GG 公司的净资产按照英国会计规则的要求没有表达清楚。

资料来源：N. 希金斯与 S. 罗伯茨（N. Higgins and S. Roberts），《收购月刊》，1993 年 10 月。

跨国收购的文化与政治障碍经常设立一堵形象上的高墙壁垒，并且导致对收购公司的不利宣传。甚至当东道国与本国具有类似的文化背景并且讲同一种语言时，也可能引起对外国公司的恐惧，正如 1992 年澳大利亚国家银行（NAB）用 7.78 亿美元收购新西兰银行时所表现的那样。许多新西兰人对他们的大邻居抱有根深蒂固的疑虑。这一收购遭到了政治家和股东们的抵制，他们甚至在境外为新西兰银行的一些分行设立了警卫（特里·霍尔（Terry Hall），《金融时报》，1992 年 11 月 6 日）。

5. 收购后的整合

对跨国收购进行整合通常是更加复杂的事情，并且经常出现一些难以克服的困难。第四章和第十四章讨论的国内收购整合也适用于国外的收购。然而，对于外国收购来说，由于不熟悉目标公司的环境，这就要求收购公司精心制定整合的计划。这并不意味着不会发生意外，或者一切都会按照这一计划执行。任何一种期望都会导致我们在第四章和第十四章讨论过的决定论的错误。

由于被收购公司的经理和职工不熟悉收购公司的语言、管理行为和公司惯例，因此他们更需要了解收购公司意图的国内背景。收购公司必须按照新的管理体制打开目标公司的思路，而且必须清楚地表达这种思路。被收购公司及其经理和职工的收益必须明确说明。两个公司之间的相互关系必须非常谨慎地处理。被收购公司经理的补偿协议必须参照东道国的标准来设定，而不是照搬收购公司的标准。

总的来说，外国收购公司似乎需要被收购公司的现任管理层继续留任，因为没有他们就不会保持公司管理的连续性。然而，在收购是基于战略转变的情况下，业绩不佳的目标公司管理层将被很快地免职，并且建立一个新的管理班子。在实行合理化改革和裁员计划时，必须了解和执行当地的就业法。除此以外，如同本凯瑟公司案例中表现的那样（见案例研究 16－3），收购公司可能陷入到一种怨声载道和消极对抗的困境。

1985 年伊莱克多鲁克茨（Electrolux）公司对赞努西

(Zanussi) 公司的收购实例说明了，应用这些整合的准则可以成功地完成收购 (见案例研究 16－5)。

案例研究 16－5　伊莱克多鲁克茨公司整合赞努西公司

瑞典的伊莱克多鲁克茨公司 (简称 E) 是一个家庭用具制造商，它实施一种战略，即收购一家业绩不佳的相关行业目标公司并使之有效运转。1985 年，E 公司收购了意大利的赞努西公司 (简称 Z 公司)，它也是一个家庭用具制造商。收购后，E 公司采取若干步骤对 Z 公司进行整合，并使之有效地运营：

●聘用一些新的受尊敬的意大利高层经理。

●E 公司对 Z 公司清楚地表达了它的目标，按照 E 公司的目标，Z 公司可保持良好的前景。

●快速制定并贯彻整合计划。

●新的高级管理层引入了基于瑞典职业道德的新文化。

●E 公司通过向其客户提供竞争性的信用条款使 Z 公司稳定下来；新管理层商定了金融机构与供货商都赞同的条款，这些条款也得到了现在是 E 公司一部分的 Z 公司的支持。

●E 公司与工会讨论了这些计划，并得到了他们的合作。

●开始实施战略能力的相互转换，例如技术和经营资源的分享。

●贯彻计划具有强烈的象征性步骤：例如谈判公开；E 公司的高层经理定期访问 Z 公司；Z 公司工会领导访问 E 公司，瑞典管理层的积极形象给他们留下了深刻印象。

●Z 公司经理层得到了相当的自主权；一些重要的功能保留在意大利，从而消除了收购前 Z 公司管理层与职工的恐惧

感。

●Z公司新管理层也做出了强硬的决定；中级管理层被通知“干或走”；Z公司的一些行业关系经理被解雇。

●会计与财务的控制迅速到位。由E公司和Z公司双方经理层组成的特别工作组为实施计划设定了最后期限；制定严格的财务目标，即资产收益率。

●由于E公司与Z公司之间能够相互理解，所以创造出了一种积极的整合氛围。能力的转换在这种氛围中进行。

资料来源：引自高萨尔与哈斯波斯拉夫（hoshal and Haspeslagh，1993年）。

6. 有关国际收购的调查证据

麦肯锡（McKinsey）管理顾问公司考察了跨国收购的成功率〔布里克等人（Bleeke *et al*.）1993年〕。成功率的计量是根据（1）被收购公司股权收益率与资产收益率的改善；（2）资本收益率是否超过了收购公司的资本成本率。他们报告了28个国外收购项目的实例，其中有8家美国公司、9家日本公司和11家欧洲公司。这些项目描述了价值680亿美元的319项交易。

这些实例的综合成功率为57%，比纯国内的收购要好得多。的确，这一比率与亨特等人（1987年）所报告的55%（见第十四章），以及根据统计研究的相当悲观的证据（见第十三章）相比较要好的多。麦肯锡公司的研究为这些实例引证了许多关键性的成功因素：

●目标公司在收购公司的核心业务的范围内。

●目标公司在财务和能力条件上在当地具有很强实力。

●收购公司重视目标公司业务体系中一些关键性的部分，特别是那些全球性的业务。

●收购公司与被收购公司之间进行重要技能的相互交流。

●收购公司只对关键性的体制进行迅速地整合。

●收购公司根据他们的实践总结学习。

核心业务的收购项目具有很高的成功率，22 个中 14 个被认为是成功的。具有很强地方实力的目标公司的 9 个项目中 8 个是成功的，反之不具有这样实力的 10 个项目中 7 个是失败的。成功的收购公司特别重视关键性的全球化功能，例如要使药品研究与开发具有世界范围的竞争优势。技能交流包括生产管理、销售管理和产品开发等。这些技能通常作为整体而不仅仅是个体包含在组织机构中。

技能交流机制是通过收购公司与被收购公司之间高层经理的调动来实现的。11 个进行技能交流的收购全都获得了成功，反之，13 个没进行技能交流的项目中有 10 个未获成功。整合要依照被整合系统要素的重要程度以不同的步调来进行。例如，一家消费品公司与被收购公司一起迅速地拼凑他们的销售规程执行体制，但是却推迟了研究与开发的整合。

胡佛（Hoover，1993 年）汇集了斯堪的纳维亚收购公司在美国的实例。在 1970 年至 80 年代中期的 52 项交易中，只有 20 项符合成功的标准，即资本收益超过了资本成本。胡佛对 11 项斯堪的纳维亚公司的收购实例进行了详细研究，并且总结了成功与失败之间所形成的不同特征。成功的收购公司有

一个预定的美国战略计划，这种计划的根据如下：

●收购公司具有一种优势的可转换产品或观念，集中于适宜的市场以占有市场份额，重视相关的销售渠道，以及进行恰当的行业风险评估。

●收购公司要达到严格的财务目标，而且收购班子被这些目标所驱动。要促使被收购公司经理层达到这些积极进取的目标。

●收购班子包括一些具有多种技能的经理，而且要有高级管理层的加入。

●适当允许具有增效作用的资源进行较高地评估。

●以一种"容易达成的"定价进行谈判是精明而讲求实际的。

●慎重考虑美国目标公司管理层的期望与需求，用基于激励机制的补偿继续聘用他们。

●迅速实施预先制定的整合计划。(胡佛，1993年)

上述斯堪的纳维亚收购公司成功的特征与亨特等人（1987年）在他们关于在美国的英国收购公司的研究中所描述的那些情况相类似。他们强调了在商业与社会上与美国经理层融合的需求，容忍管理风格的不同的需求，建立信用与信任的需求，以及向高层经理介绍股票选择权的需求。这样的补偿协议对于美国的经理层来说是特别重要的。

7. 小　结

这一章描述了跨国收购与兼并的增长趋势。考察了符合这

种趋势的相关行业因素，以及公司跨国收购的动机。强调了许多欧洲国家中的收购障碍。收购后整合的问题在跨国收购中比纯国内的收购更为复杂。调查证据表明，跨国收购在半数以上的案例中取得了成功。根据调查证据证实了跨国收购成功的关键因素。收购只是开辟海外市场的若干选择之一。战略联盟是另一种选择。为此，我们现在转到第十七章。

参 考 文 献

[1] Bleeke J., D. Ernst, J. A. Isono and D. D. Weinberg (1993) 'Succeeding at cross - border mergers and acquisitions' (chapter 6) and 'The new shape of cross - border mergers and acquisitions' (chapter 7) in J. Bleeke and D. Ernst (eds.), *Collaborating to Compete*, John Wiley.

[2] Coopers & Lybrand (1989) *Barriers to Takeovers in the European Community*, Department of Trade and Industry, London.

[3] Ghoshal, S. and P. Haspeslagh (1993) 'Electrolux: the acquisition and integration of Zanussi' in J. Henry and A. Eccles (eds.), *European Cases in Strategic Management*, Chapman Hall.

[4] Hoover, W. E., Jr (1993) 'Making successful acquisitions: United States' in J. Bleeke and D. Ernst (eds.) *Collaborating to Compete*, chapter 12, McKinsey & Co, John Wiley.

[5] Hunt, J., S. Lees, J. J. Grumbar and P. D. Vivian (1987) *Acquisitions: The human factor*, London Business School.

[6] KPMG (1994) *Dealwatch: The KPMG Corporate Finance Network Report*, 1.

十七、战略联盟

我们已经看到，收购与兼并通常难以取得预期的效果和目的。因此，公司需要另辟新径以达到同样的目的。近年来，在许多跨国公司中都出现了战略联盟的浪潮。这些战略联盟缺乏完全收购的基础，只好采取另外的形式，即从公司间相互买卖商品的简单协议，到建立独立的和法律关系明晰的联合体。

战略联盟考虑的动机是，降低成本、分享技术、产品开发、打入市场或者是打入资本市场。这些目的与通常企业收购中的目的相类似。结构合理的战略联盟与收购相比是一种成本低廉的选择。战略联盟的逻辑是如果两个或多个公司共享其资源，那么可以更容易、更经济地实现它们的共同目标。尽管战略联盟很有魅力，但是它们的业绩并不太好。有关估计表明，大约 2/3 以上的战略联盟失败了。

在这一章，我们描述了战略联盟的不同类型及其特征。考察了在不同产业和全球不同区域中，这种联盟最近的发展趋势。我们阐述了联盟的基本结构与联盟合伙人的动机。揭示了联盟不稳定的原因。这一章还包括关于战略联盟业绩研究结论的概述和避免失败的一些指导原则。

1．战略联盟的类型

两个或多个公司为了达到一定的商业目的而相互合作，达成某种协约或协定可称为战略联盟。战略联盟的各种类型如下：

●供应或购买协定。

●市场或销售协定。

●提供技术服务协定。

●管理合同。

●专有技术、设计或专利许可证。

●特许权经营。

●合资企业。

这些合作协议在以下几个方面有所差异：

●共同决策的范围。

●资本承担额。

●风险与收益方式的分担。

●组织结构。

资本约定通常是以股权投资的形式出现。

合资企业可能是股权或非股权合资，而合作协议的其它类型通常是非股权的形式。例如，就许可证或管理合同来说，给予许可证或提供技术服务的合伙人将收取使用费或管理费。在一些案例中，使用费是根据许可证使用者增值的利润而定。与联盟合伙人相区别，非股权协议通常不建立共同拥有的联合体。共同决策的范围也是有限的。

2．股权和非股权的合资企业

本书中我们重点在合资企业。一个股权合资企业（EJV：equity joint venture）包括两个或多个法律上独立的公司（母公司），它们共同投资建立企业并且共同参与企业经营管理。从母公司分离出来的独立联合体其自身就构成了风险。风险可能来自一个新的举动，或者可能是由转让和分享某些母公司现存利益而引起的。股权合资企业（EJV）很类似于兼并，案例研究17-1提供了一个实例。非股权合资企业（NEJV）也可能包括资源性的合作经营，但是没有成立独立的联合体。股权合资的目的是双重的：第一，对合资企业（JV）的运营进行融资；第二，增加母公司对风险的资本承担额。

案例研究17-1　AMD公司与富士通公司的合资企业

1992年7月，美国半导体制造商AMD（Advanced Micro Devices）公司（也称为高级微型设备公司）用12亿美元的周转资金，与日本最大的计算机公司-富士通公司一起投资了一个生产性的合资企业项目。其面临的风险是耗资7亿美元兴建一座生产瞬时存储器的工厂。AMD公司拥有这种瞬时技术，但是需要一个强大的合作伙伴资助这项投资以及共担其中的重大风险。富士通公司需要的是这项技术。

于是，AMD与富士通拥有相同股份的合资企业建了起来。此外，每个母公司都向对方提供了大约5%的股权风险投资准备金。根据AMD的观点，这一举措将保证富士通在AMD财

务成果中的利益。合作协定禁止任何一方母公司在合资企业以外生产这种器件。

资料来源：《金融时报》，1992年7月15日。

合资企业的经营有时可能会与其母公司的某些运营方式相交叉。例如，它们可能具有同一目标市场和销售同样或类似的产品。这种交叉会引起合资企业与其母公司之间利益的必然冲突。某一家母公司可能将其部分经营活动转移到该合资项目中，但是它也可能与另外一家母公司合作，把这些经营活动投入到类似的合资项目中。这会再次导致利益上的冲突。由于风险管理通常是在母公司之间分担，如果两家母公司没有在组织目标与企业文化上相互协调，那么还会导致进一步的矛盾。一项合资企业是以把这冲突减到最小的方式来进行协商与构建的。下面我们会讨论这些摩擦与冲突的根源以及如何尽可能预防它们。

由于合资企业是一种合作企业，所以合作与同业联合（卡特尔）的界限可能常常是模糊的。因此，合资企业可能会高度关注其竞争的影响，因此它们也会受到英国、欧共体和其它国家，例如美国的反托拉斯法的限制。为了母公司利益最大化，在构建合资企业时必须考虑合资企业的不同结构与区域的纳税影响。合资企业将怎样在母公司的公开帐户中记帐也需要在组建合资企业时加以考虑。

3．国际合资企业

尽管在同一国家中经营的公司之间的合资企业（国内合资

企业）是重要的，然而近年来一些最大的合资企业已经成为国际化的多国公司。国际化合资企业（IJV）的动因有许多：

●产品市场的全球化。

●竞争的全球化。

●快速的技术变化与短暂的产品生命周期。

●巨额的研究与开发费用。

●品种开发、销售网络与信息技术的高固定成本。

●技术能力与资源的扩散。

●相当高的收购与兼并成本。

不断增长着的产品市场全球化导致了消费品味、偏好与生活方式的相互融合。这意味着服务于这些产品市场的公司间的竞争也是全球化的。这就给各家公司提供了将其产品从世界的一个地区销售到另一个地区的机会。然而，这样的全球化的市场营销不能被任何公司独家占有。因此，战略联盟的目的在于市场营销。例如，1989 年英国的联合里昂斯（Allied - Lyons）公司与日本的三德利（Suntory）公司结成联盟，在英国、美国和日本推销双方的饮料产品。这两家母公司也在澳大利亚结盟，共同销售和生产食品。

当今许多产品的基础是综合技术，其中一些是尖端技术。技术创新使竞争日益激烈，技术创新本身也受到激烈竞争的制约。导致这些创新的研究与开发费用不断攀升已经超出了任何独家公司的技术和物质资源所能承受的范围之外。因此，需要通过联盟来达到技术分享与开发的目的。

技术竞争也意味着产品生命周期变得更短，因此，对新技术和新产品开发的压力也在逐步升级。没有几家公司能够靠其

自身实力赶上如此迅速的技术更新。因此，公司间必须分享其资源。

由于更多的多国公司已成为储存技术知识和优秀人才的场所，技术能力现在比过去更加分散。因此，就形成了这些公司分享其专业知识并获得技术协同作用的激励机制。在半导体行业中存在着这种技术能力分散化的实例。IBM 公司与日本东芝公司及德国西门子公司开发 256 兆芯片的联盟说明了，联盟是克服这种技术能力分散化的方式。

集声音、视觉和信息技术为一体的所谓多媒体产品表明，技术已经不再是纯粹的归类，各种技术之间的界限变得模糊起来。这再次要求具有不同领域技术能力的公司通过兼并或联盟结合成一体去开发这些新产品。这可以解释电信公司和计算机公司为何通过联盟与兼并结合在一起。美国斯普林特（Sprint）电信集团公司与电子数据服务（Electronic Data Services）公司试图合并就是这种趋向的实例（《卫报》，1994 年 5 月 17 日）。英国电信公司与美国微波通讯国际（MCI）公司的联盟，以及美国斯普林特电信集团公司与法国电信公司、德国电信之间的联盟则是这种趋势最近的实例。

尖端技术研究与开发费用、为广大的国际市场生产产品的费用、销售产品的费用以及信息技术费用导致了非常高的固定成本。分散这些成本的一种方式就是结成研究与开发、生产、销售等方面的联盟。因而，联盟已成为分散巨额固定成本的公认方法。尽管销售增加与成本缩减等许多目标能够通过兼并与收购的方式实现，尽管兼并与收购也许能避免一些管理控制问题，然而，在大多数情况下兼并与收购的成本和风险比战略联

盟更大，同时，利益等方面的冲突也在困扰着合资企业。

国际合资企业的趋势：

格莱斯特与巴克利（Glaister and Buckley，1994 年）考察了 1980～1989 年期间英国公司与西欧、美国和日本公司建立的国际合资企业的一些范例。《金融时报》报道了他们这些实例中的 520 家合资公司。在表 17－1 中显示了这些实例合资企业的区域性的分布。

因此，西欧是英国国际合资企业最重要的目标。总的来说，国际合资企业发展在 1985～1989 年期间比在 1980～1984 年期间更为流行，1985～1989 年期间形成的国际合资企业的实例占 60%，1980～1984 年期间形成的国际合资企业的实例占 40%。这种增长的大部分发生在西欧，无疑是顺应了欧共体国家经济一体化以及 1992 年即将实行单一欧洲市场的发展趋势。

表 17－1　1980～1989 年期间英国公司的国际合资企业

地区	数量	比重(%)
西欧	213	41
美国	188	36
日本	90	17
其它	29	6
总计	520	100

注释：其它是指合作伙伴在一个地区以上或者是在上述三个地区以外。

格莱斯特与巴克利（1994 年）也报告了其它一些有趣的

发现：

●产业模式：大约60%英国公司的国际合资企业分布在金融服务业、电信业、航空航天业、汽车业、化工业、销售业、计算机业、食品业与饮料业中。

●合资目的：45%英国公司的国际合资企业的目的不涉及市场营销，如生产或研究与开发；27%的国际合资企业涉及市场营销；28%的国际合资企业提供服务，如保险业或设计咨询业。不同地区的合资目的各不相同，在美国和日本，合资目的是销售导向的；在西欧，合资目的则是非销售导向的。

●合作伙伴：大约85%英国公司的国际合资企业企业只有一个合作伙伴。

●股权利益：股权合资企业在数量上略微超过非股权合资企业。在2/3的案例中，英国合资企业的合作伙伴拥有50%以上或更多的股权利益。

4. 合资企业的模式

(1) 合作模式

以上对国际合资企业的分析揭示了按照产业、目的和股权利益确定的模式。这说明这些合资企业在一定的产业领域比在其它产业更加适宜。它们实现一定的目的比其它目标更加有效。此外，股权利益的存在某些案例中被认为是必需的，但是在其它案例中并非如此。我们如何解释合资企业伙伴做出的这些选择呢？

这些选择是由合资企业的基础结构所决定的，合资企业是

一个合作企业，在这种企业中合作伙伴的动机和回报可能并不总是一致的。就这些公司中的合资企业来说，其母公司在同一市场或相关市场中也是现实的或潜在的竞争对手，于是合资企业可能会出现机会主义行为：即欺诈。合资企业的任何一家母公司是否放弃欺诈依赖于一种相反的报偿 — 对这种行为给予惩罚性的制裁。

鼓励合作与制裁欺诈会导致一个著名的博弈理论，即众所周知的“囚犯二难推理”（PD：Prisoner's Dilemma）。如图 17－1 所示，当两个囚犯被指控共同违法时，面对供认与不供认违法的不同报偿引起了这种二难推理。在这种博弈中，假如两个囚犯都拒绝招供，他们两个的总体处境要比一个招供另一个抗供要好。在后一种情况下，招供者获得自由，然而抗供的伙伴会得到 7 年监禁的判决。因此，对伙伴欺诈的激励机制要大于合作的激励机制。

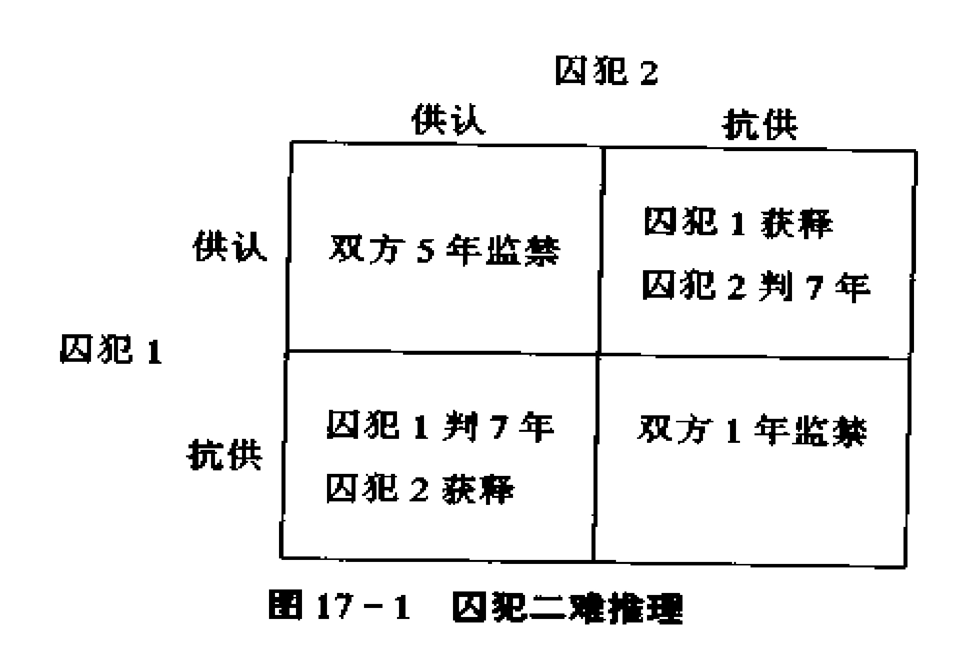


图 17－1　囚犯二难推理

由于①彼此之间缺乏交流；②“告密”能够获释；使得每

个囚犯的决定面临困境。如果每个囚犯都相信对方，即如果有一种多年合作形成的默契交流形式，那么两个囚犯抗供的可能性就会增加。此外，如果告密不会出现荣获自由的美好结局，反而导致制裁抗供的囚犯朋友或者更糟，双方的合作行为将再次产生。

许多合资企业内部存在着欺诈的机会以及一方合伙人在另一方支出的基础上获利的机会。例如，一方合伙人可能勤奋地学会另一方可能教会的所有东西却对自己的经验有所保留。在早期引证的实例中，美国与日本公司之间的合资企业会经常出现这种行为，日本公司是犯罪的当事人。在这种情况下，合资企业成为“零和”(zero－sum)的博弈，而并非“正和”(Positive－sum)的博弈。

因此，建立一个成功合资企业的实际措施是增加合作行为的报偿，以及制裁“坑害自己伙伴”的行为。仔细挑选具有忠实行为声誉的合伙人，以及合伙人之间的友好交流将是有益的。此外，合作伙伴之间的相互依赖也是重要的。合资企业关系中的这种相互依赖性意味着，合作伙伴以互补的实力来战胜风险。在它们具有同样的实力和弱点的情况下，将使得它们趋向于只能从对方获利，而不是共同合作。

但是，合作双方单纯的互相依赖并不能防止某一合伙人尽可能多地学到对方的技巧、技术和管理体制，随后再利用这些学到的本领获得超过以前合作伙伴的竞争优势。假如合资企业合作期限较长或期限不确定，或者合作双方都把这次合作当作未来一系列合作的开端，那么这种情况不大可能发生。在后一种情况下，合作是一种不断重复的行为，这会淡化开始时期的

欺诈行为。因此，对于合作伙伴双方来说，合资经营的目的是从长期的约定中获得最大的利益。

增进长期相互约定的一种方式是，合伙人双方在合资中提供股权投资。在 AMD 公司与富士通公司的联盟中，彼此少量的股权投资是以这种考虑为动机。

(2) **交易成本模式**

合资企业需要在两个或多个合作伙伴之间达成协定，导致了一些交易成本，其中包括合同成本、监控成本与执行成本。合资伙伴必须拟定一份足够详细的合同，合同内容涉及合资企业结构、彼此的权利与责任、业绩计量、执行合同义务与赔偿。这些交易成本依赖于合资企业的性质与合资伙伴之间的关系。由于未来研究与开发的成果缺乏可预测性并且伴有相当高的风险，所以诸如在高技术研究与开发中的复合型合资企业需要一个比服务供应型合资企业更加详尽的合同。

如果合资企业是建立在各方信用与约定的基础上，那么交易成本可能会减少。由于在一个合资企业中，一个成功的结果依赖于两个合作伙伴人员之间的相互作用，因此一个基于信用与约定的有关合同比一个正式的、依法强制执行的合同更为重要。一个理想的合资企业是，合伙人签订合同，然后将其束之高阁从不过问。对合同频繁的查阅标志着缺乏信用与约定。

5. 构建合资企业

合资企业的经营分为 4 个阶段〔乍荷拉与埃尔哈格拉赛(Zahra and Elhagrasey)，1994 年〕：

(1) 作为一种战略选择确定建立合资企业。

(2) 合作伙伴选择。

(3) 谈判与合同格式的选择。

(4) 合资企业管理。

在第一阶段，公司必须认真地评估，合资企业是否具有一个适宜的机制以实现其战略目标。合资企业应以抉择的方式进行比较，例如新领域经营、收购或者兼并。在做出选择的过程中，必须考虑所抉择的成本、收益与风险。

合作伙伴选择合资企业是非常重要的一步，而且合作伙伴应按照一些标准进行评估：合作伙伴在合资企业中的目标、合作伙伴之间的目标的兼容性、潜在合作伙伴承担的义务、资源、管理方式、组织体制、以及公司的文化等。对潜在合作伙伴的业绩也必须进行考察。

商议合资企业的协定应以极其仔细的方式进行。合资企业的目的必须明晰地进行表述。合资后预期业绩的假设必须明确表达。合资企业计量业绩的基点与分担成本与利润的公式必须达成协定。谈判必须涉及合资企业的管理协议；涉及每个合作伙伴将对管理做出的贡献；涉及谁将担任合资企业的领导；以及母公司与合资企业之间、合作伙伴之间是什么样的关系等。

每个合作伙伴都将关注：确保其核心技术的享用权得到精心地控制。这样的技术保护可能是必须的。案例研究 17－2 在通用电气（GE）公司与斯奈克马（Snecma）公司之间的合资企业中着重强调了这一问题。在其它案例中，为了防止你的合作伙伴成为日后的竞争对手，技术保护也是必须的。如果不是这样，这种合资将蜕变成为一个毫无意义的和“内部蛀空”的

空壳。

案例研究 17－2　通用电气公司保护其核心技术

美国通用电气公司与法国斯奈克马公司于 1974 年成立了称为 CFM 公司的合资企业，设计与生产小型民用飞机的发动机。为了新型发动机的开发，美国政府勉强同意通用电气公司使用高度机密的 B1 发动机的核心设计。然而，在尼克松总统与蓬皮杜总统直接会谈后，美国政府同意通用电气公司可以使用天然气涡轮机核心技术，但不能将此技术泄露给斯奈克马公司。于是通用电气公司制造涡轮机的核心部分，斯奈克马公司制造发动机的低压外部器件。因此，如果合资企业中有重要的专利技术，合作伙伴也不能将其透露给另一方。

资料来源：《金融时报》，1989 年 2 月 1 日。

合资与解体的期限必须在合作伙伴之间达成协定。解体时的资产、技术与损益将如何分担也必然是合资协定的一部分。大多数合资企业的结局是实力雄厚的合作伙伴买下弱小合作伙伴的产权。当然，这种结局很可能是被买方公司趁机操纵的。

如同收购一样，人是合资企业成功的首要因素。合资经营通常涉及管理者与技术人员一起工作实现其共同目标。来自两家母公司的人员之间相互联系，一起组成一个合资企业，因而需要精心地管理。但是，正如 CMB 包装（CMB Packaging）公司的实例说明的那样，这是一项极其艰巨的任务。

案例研究 17－3　法国人与美国人在管理模式上引起纠纷

CMB包装公司于1989年成立。它通过兼并法国卡纳乌德(French Carnaude)公司与英国金属箱（British Metal Box）公司从而成为欧洲最大的包装公司和世界第三大的包装公司。CMB公司的所有权为金属箱公司（25.5%）、CGIP公司（过去卡纳乌德公司的控股公司，25.5%）以及英国与法国的机构股东分别占有。

金·马雷·狄斯卡本特利恩 (Jean Marie Descarpentries) 先生出任了CMB公司的董事长和常务董事，他为CMB公司着手建立了一套不同于其英法母公司的新型组织文化与管理模式。然而，这并没有成功，部分原因是由于狄斯卡本特利思先生自己的管理模式，许多被委任到CMB公司的英国经理认为这种管理模式是独裁的。对管理模式的抵触导致许多英国的高级职员离开了CMB公司，CMB公司董事会的英方代表也减少了。因此，尽管狄斯卡本特利恩先生的崇高目的是融合英法管理模式的精华，为CBM公司创造一种新型模式，然而他失败了，并且于1991年9月离开了公司。

资料来源：《金融时报》，1991年9月12日。

6．合资企业的监管问题

合资经营同兼并一样会引起竞争问题，这是由于在被母公司操纵的市场中，合资企业的潜在影响会限制竞争。因此，合资企业在许多国家中受到控制。在英国，合资企业与合作协定受到不同法律的管制：

●反限制交易共同法。

●《1973年公平贸易法》（FTA）与垄断和兼并委员会（MMC）的管制方法。

●《限制交易实务法》（RTPA）。

●《1976年转卖定价法》（RPA）。

●《罗马条约》第85条与第86条。《1990年兼并条例》。

在其它国家，如德国与美国，反托拉斯法与反卡特尔法也在实施。

在第五章中，我们讨论了《公平贸易法》的实施，以及公平贸易局（OFT）与垄断和兼并委员会（MMC）的作用。《限制交易实务法》（RTPA）是要防止强制执行两个或多个人，或供货人与买方之间的任何协定，这些人在英国经商中所涉及的限制主要有：定价、期限与条件、质量、制造过程等。《转卖定价法》（RPA）禁止维持按照供货商指示的转卖定价。

欧共体合资企业的管制：

正如第五章所提到的那样，欧共体规定“集中性的合资经营”与“合作性合资经营”之间是有区别的。合资企业的集中化在于：

●它是一个永久性的自主经济共同体；并且

●无论是母公司之间还是母公司与合资企业之间的竞争行为都不是协调的。

因此，建立一个集中化的合资企业标志着商业界的一种结构性的变化。这样的合资企业要按照我们在第五章中讨论过的《兼并条例》进行管制。

合作经营企业不受《兼并条例》的管制，但是它要受到

《罗马条约》第 85 条——反卡特尔法，和《罗马条约》第 86 条——反垄断操纵法的管制（详见第五章）。审批程序按照无论哪一种条款都不像《兼并条例》那样界限明确或者有时效界定。因此，母公司更愿意参照后者构建合资企业。

在实践中，这两类合资企业之间的区别是不易分辨的。因此，在构建一个合资企业之前，值得向欧洲委员会求得指导。《罗马条约》第 85 条禁止一些合作方之间的协定，这些合作可能影响到成员国之间的交易，而且其目的是限制共同市场的竞争。任何不符合这一条款的合资企业都是无效的。

《罗马条约》第 85 条提出，对于个别或集团企业来说，某些协定可以不受禁令的影响。为了取得个别解禁的资格，合资企业在共同市场中必须力争改善生产或商品销售，促进技术或经济进步。集团解禁涉及到《专业化协定》与《研究与开发协定》。根据这些解禁，某些涉及关于生产与销售限制的协定，或关于合作研究的限制协定将不被禁止。在艾尔佩芝（Eirpage）公司的案例中阐述了个别解禁可能被获准的实例（见案例研究 17－4）。

案例研究 17－4　艾尔佩芝公司赢得个别解禁

保德·艾利恩电信（BTE：Bord Telecom Eireann）公司与摩托罗拉爱尔兰有限（MIL）公司成立了一个连接爱尔兰电信网络记录系统的合资企业。两家母公司对合资企业实行共同管理。BTE 公司与 MIL 公司都需要专业技术来支持各自的记录服务系统。如果他们分别进入电信市场的话，那么他们将成为竞争对手。欧洲委员会声明，这家合资企业限制了竞争。

于是，欧洲委员会考虑是否对这家合资企业给予解禁，并且认为如果没有该合资企业，这种电信系统就不会快速建成。这会有益于爱尔兰的消费者。因此，这家合资企业获得了个别解禁。

资料来源：惠通（Wheaton，1993年）。

如果合资企业取得了垄断地位，并且在后来操纵这种垄断地位，那么，关于禁止企业垄断操纵的《罗马条约》第86条也可以作用于这种合资企业。如果母公司共同拥有垄断地位，那么合资企业的成立可以认为是这种垄断地位的操纵。

7. 合资企业的业绩评估

我们如何评价一个战略联盟的成功与失败呢？一种可能的衡量标准就是战略联盟的失败率：即它们在形成之后是怎样解体的或被收购的。由于一个已经实现其目的的联盟可以解体回归母公司，或者卖给其中一家母公司，所以解体或收购在本质上并不标志着失败。如果是过早的解体或收购，就可以认为是失败。

麦肯锡公司（McKinsey & Co.）是一家战略咨询公司，该公司考察了49家跨国战略联盟（CBSAs），它们是从欧洲、美国和日本最大的150家公司中挑选出来的（布利克与恩斯特（Bleeke and Ernst），1994年）。这些跨国战略联盟的动机是期望迅速打入新市场、开发与销售新产品、获取技能或分担成本。成功是按照资产收益率或权益收益率来计量的，并且是按照收益是否超过资本成本来计量的。

有关调查表明，51%的跨国战略联盟被认为是成功的，并且33%的联盟被合作伙伴双方认为是失败的。其余的联盟至少有一方合作伙伴是失败的。此外，67%的跨国战略联盟在头两年中遇到了麻烦。在所有联盟中大约78%最后被一家合作伙伴收购，并且5%被第三者收购；17%的联盟解体。

布利克与恩斯特（1994年）鉴定了区别成功跨国战略联盟的特征。其中之一是合作伙伴在经营业务中的地域交叉。62%的具有极少地域交叉的跨国战略联盟获得了成功；然而，25%的仅具有中度或高度地域交叉的跨国战略联盟也获得了成功，但37%的后者却失败了。这种结果与我们所讨论的情况相一致，即互补性有助于建立良好的合作伙伴关系。

具有善于拓展其经营范围灵活性的跨国战略联盟也能获得更大的成功。此外，正如由前面描述的囚犯二难推理模型所提到的那样，平等的所有权缩小了合作伙伴间的机会主义行为的范围并增强了相互合作的行为。对于20个具有50:50所有权利益的跨国战略联盟实例来说，60%是成功的；而对于13个股权利益不均衡分布的实例来说，仅有31%是成功的，并且61%是失败的。

8. 联盟成功的关键因素

根据合资企业的理论模型及所提供的调查证据，我们可以列出可能有益于联盟成功的一些因素：

●合作伙伴应给联盟带来互补性的技能、生产能力与市场定位。

●合作伙伴之间的市场交叉应降到最低程度以避免利益上的冲突。

●合作关系应建立在合作伙伴业务实力及所有权利益均衡的基础上。

●联盟必须拥有一个具有强有力的领导、持续的义务和母公司支持的自主地位。

●联盟必须建立在合作伙伴之间相互信任的基础上，而不仅仅依赖合同规定的权利与义务。

●处理管理模式与公司文化上的分歧必须小心谨慎，而且必须发展区别于母公司的一种共同拥有的新模式与新文化。

由于各家母公司寻求的战略存有分歧，所以甚至长期共存的战略联盟也会垮台。因此，在战略联盟中始终存在着矛盾与失信的可能性，正如康柏（Compaq）公司与英特尔（Inter）公司之间的分歧所表明的那样（见案例研究 17－5）。

案例研究 17－5　康柏公司与英特尔公司之间战略上的纠纷

美国个人电脑制造商康柏公司与美国微电脑制造商英特尔公司之间有着长期共存的战略关系。康柏公司是英特尔芯片最大的客户。1993 年康柏公司的收入为 71 亿美元，而英特尔公司为 87.8 亿美元。1994 年 9 月，两家公司之间的联盟受到了严峻考验，当时英特尔公司为了促销其半导体产品，开始用数百万美元进行“内有英特尔芯片”（Intel inside）的广告宣传。英特尔公司的目的是，促使那些个人电脑制造商在其产品上使用带有“Intel inside”商标的英特尔芯片。

康柏公司认为，英特尔公司的广告宣传削弱了康柏公司的商标名声，并指出英特尔公司是在贬低康柏公司的情况下试图抬高自己。康柏公司还抱怨，作为英特尔公司最大的客户，英特尔公司并没有报答它，而英特尔公司却正在生产个人电脑直接与康柏公司竞争。

资料来源：《金融时报》，1994年9月12日。

9. 小　结

这一章介绍了战略联盟，在一定的条件下，战略联盟比常规的收购与兼并更可取。我们提供了关于战略联盟最近发展趋势方面的信息，描述了战略联盟不同的类型。然而，战略联盟也有其自身的问题，如机会主义、不适宜的结构、以及不合适或不可靠的合作伙伴等。这些问题造成许多战略联盟失败。我们考察了关于由欧洲、美国和日本大公司组成的战略联盟的实例。根据这些证据和战略联盟的理论模型，我们列出了一些关键性的成功因素。

参考文献

[1] Bleeke, J. and D. Ernst (1993) 'The way to win in cross-border alliances', in J. Bleeke and D. Ernst (eds.) *Collaborating to Compete*, John Wiley.

[2] Glaister, K. W. and P. Buckley (1994) 'UK international joint ven-

tures: an analysis of patterns of activity and distribution', *British Journal of Management*, **5**, 33-51.

[3] Jarillo, J. Carlos and H. H. Stevenson (1991) 'Cooperative strategies, the payoffs and Pitfalls', *Long Range Planning*, **24**, 1, 64-70.

[4] Kay, J. (1993) *Foundation of Corporate Success*, Oxford University Press, chs 3 and 10.

[5] Lei, D. (1993) 'Offensive and defensive uses of alliances', *Long Range Planning*, **26**, 4, 32-41.

[6] Wheaton, J. B. (1993) 'EEA and EC competition law: application to joint ventures', IIR Conference, Helsinki.

[7] Zahra, S. and G. Elhagrasey (1994) 'Strategic management of international joint ventures', *European Management Journal*, **12**, 1, 83-93.